



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

August | 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 27.07.2023



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Duration weiter erhöht	4
02	Volkswirtschaft Konjunktur schwächer als erwartet – Stimmung bleibt nach technischer Winter-Rezession getrübt	9
03	Aktien Fundamentaldaten rücken in den Vordergrund	14
04	Anleihen Investmentgrade Anleihen im Angesicht des baldigen Ende des Zinsanhebungszyklus attraktiv	20
05	Rohstoffe Öl mit kräftiger Erholung dank knapperem Angebot	25
06	Währungen EUR/USD schwankt erheblich, weil veränderte Zinserwartungen eingepreist werden	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 (27.06.23 - 25.07.23)	■ YTD (30.12.22 - 25.07.23)	25.07.22	25.07.21	25.07.20	25.07.19	25.07.18
Brent	-1,4	14,8	-11,2	93,5	64,6	-35,2	-6,6
Aktien Frontier Markets	4,8	7,6	-4,9	-2,6	36,7	-18,6	8,5
REITs	3,7	0,1	-15,8	3,0	29,9	-14,4	16,7
Aktien Industrienationen	3,5	14,7	8,1	0,9	34,5	1,1	9,2
Aktien Emerging Markets	3,5	6,5	-0,4	-11,0	24,5	-1,4	4,2
Industriemetalle	3,3	-10,7	-3,4	8,2	41,3	-6,5	0,8
Globale Wandelanleihen	2,2	7,4	-1,1	-11,0	34,6	12,5	5,0
Gold	1,8	4,3	5,6	9,9	-6,2	28,6	20,8
EUR Unternehmensanleihen	0,8	3,1	-2,6	-10,5	3,2	-0,5	5,8
Euro-Übernachteinlage	0,3	1,6	1,9	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4
EUR Staatsanleihen	0,1	2,0	-4,4	-7,2	0,8	0,4	4,2
USD/EUR-Wechselkurs	-0,9	-3,2	-7,6	15,2	-1,0	-4,4	5,2

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

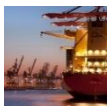
Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- In Deutschland und in der Eurozone bleibt die Stimmung nach der Winter-Rezession deutlich eingetrübt.
- Disinflation: Der Preisauftrieb nimmt in der Eurozone, in den USA und nun auch in Großbritannien ab.
- Auch wenn die Inflation immer noch zu hoch ist, nähern sich die Notenbanken dem Zinsgipfel oder sind schon angekommen.

Aktien



- Q2-Berichtssaison gestartet. Ausblick der Unternehmen bei optimistischen Analystenerwartungen ab Q4 entscheidender.
- Aktienentwicklung überwiegend bewertungsgetrieben. Optimisten überwiegen, was den Markt anfällig macht.
- Wir halten an dem Aktienuntergewicht fest und sehen für Q3 eine Rücksetzergefahr. Enttäuschungspotenzial hat zugenommen.

Anleihen



- Sichere Staatsanleihen in den USA und der Eurozone sind angesichts möglicher Zinssenkungen jetzt mehr gefragt.
- Europäische Hochzinsanleihen sind nicht mehr attraktiv, daher liegt unsere Präferenz bei Investmentgrade Anleihen.
- Bei Schwellenländern bleiben wir in Lateinamerika übergewichtet. Asien bietet deutliches Aufholpotenzial.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Ölpreis mit kräftiger Erholung dank knapperem Angebot. Entwicklung in China und OPEC-Politik kurzfristig entscheidend.
- Gold bleibt teuer bewertet. Investoren bauen ihre Positionen kontinuierlich ab. Als Absicherung weiter wichtiger Portfoliobaustein.
- Industriemetalle stabilisieren sich weiter. Strukturelles Nachfragewachstum durch erneuerbare Energien bereits jetzt sichtbar.

Währungen



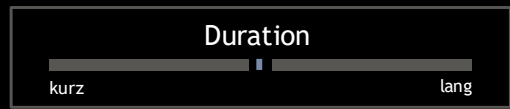
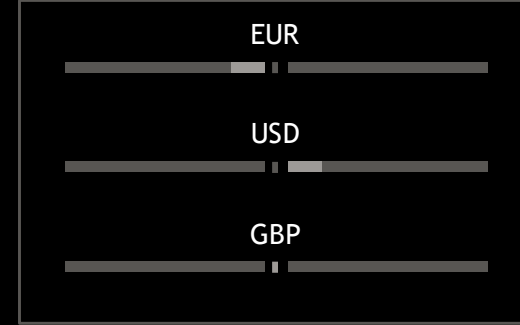
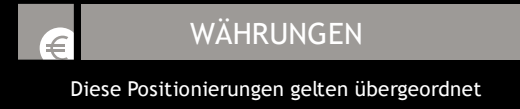
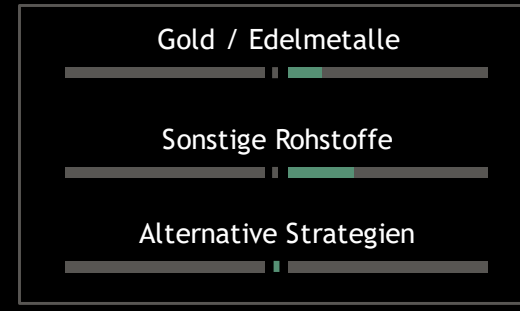
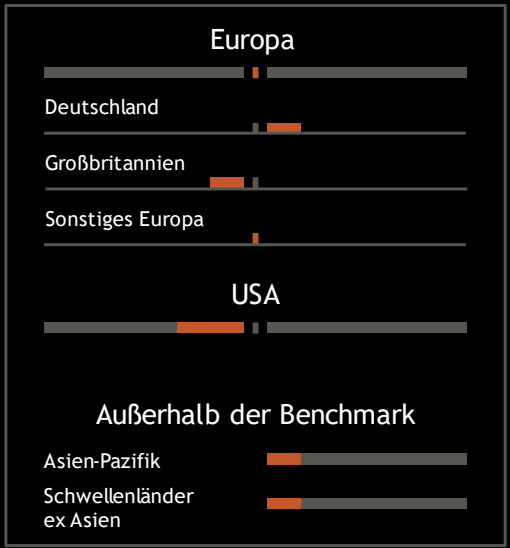
- In den USA sinkt die Inflation schneller als erwartet. In der Eurozone lahmt die Konjunktur. Was machen die Notenbanken?
- Die US-Notenbank Fed und die EZB sind ganz nahe am Zinsgipfel. Die Wahrscheinlichkeit für eine weitere Straffung sinkt.
- Der Schweizer Franken bleibt stark – sowohl der Außen- als auch der Binnenwert: Die Inflation ist wieder unter 2 % gefallen.



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)

- Untergewichtet ■ Neutral + Übergewichtet

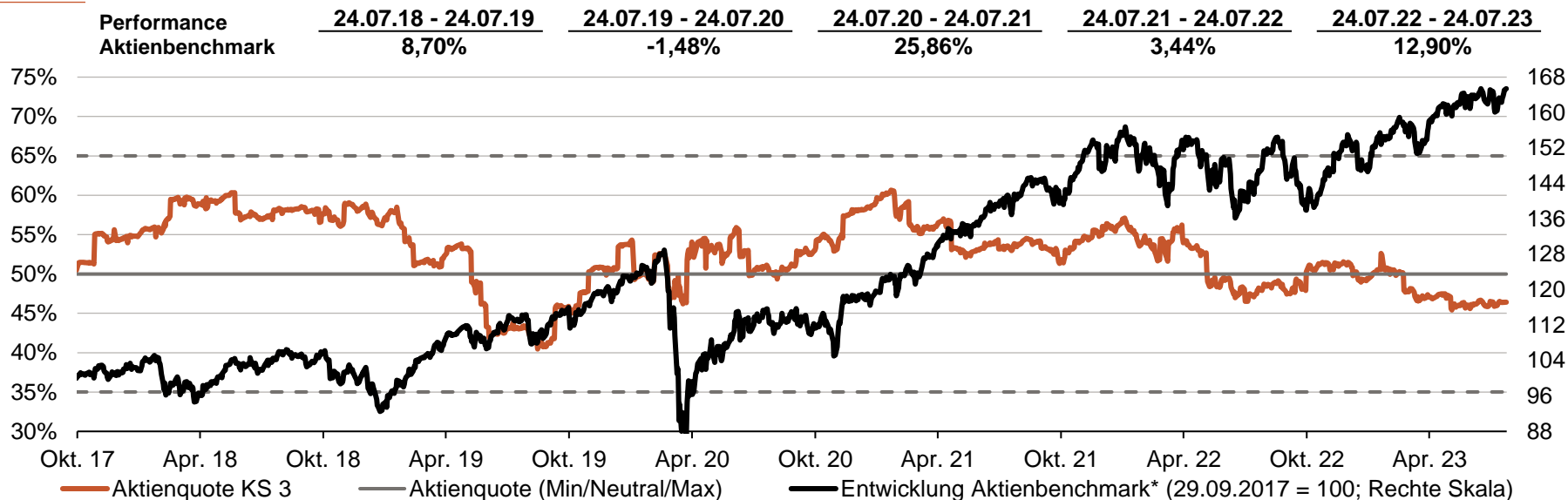
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3



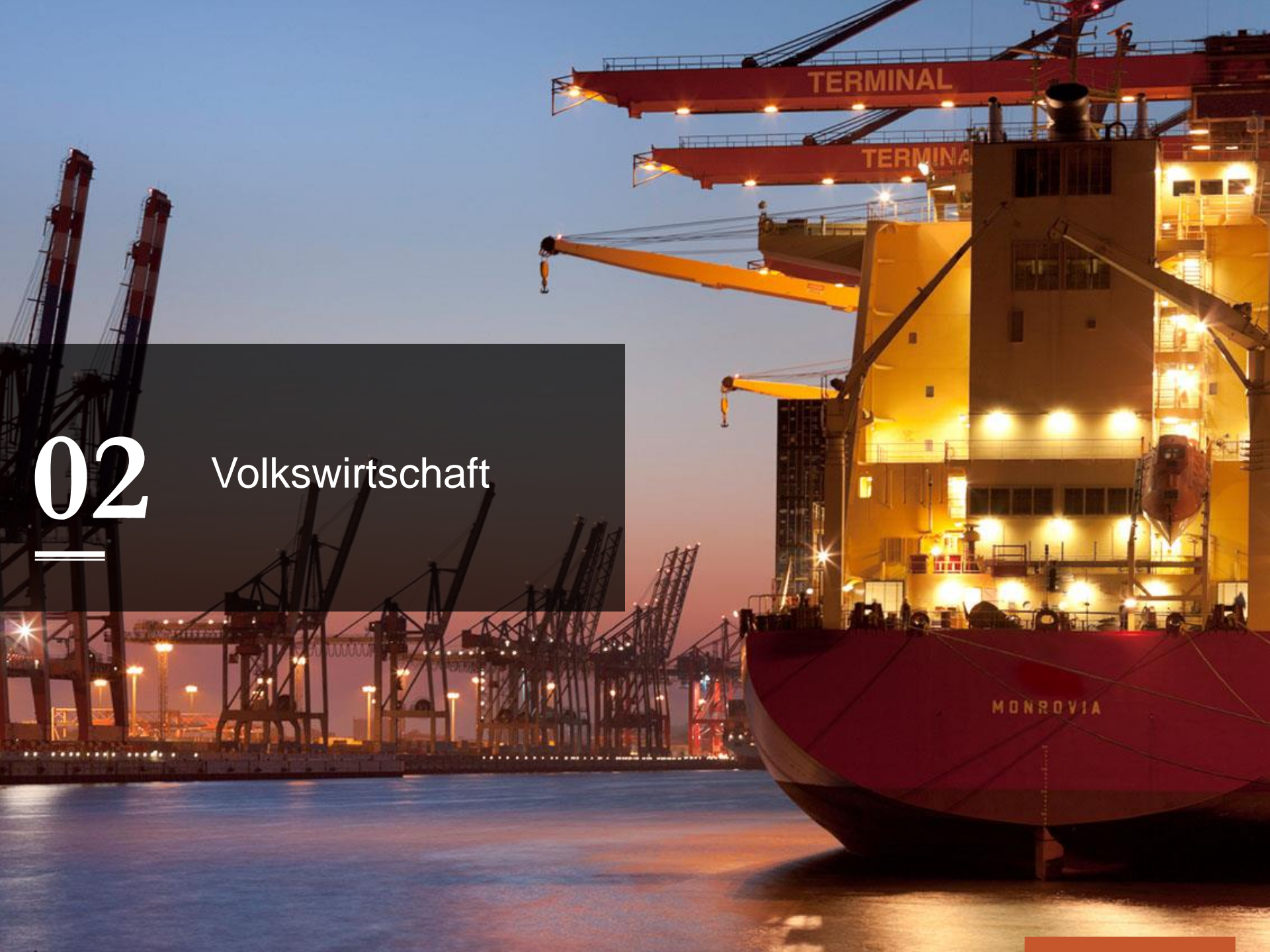
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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 – 24.07.2023
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir haben zuletzt nur kleine Änderungen an unserer Allokation vorgenommen. Nachdem die Zinsen in den letzten Monaten wieder gestiegen sind, haben wir vor allem Kasse in Anleihen mit einer erhöhten Duration investiert. Der Druck auf die EZB die Zinsen weiter deutlich zu erhöhen, hat jüngst dank schwächer als erwarteter Inflations- und Konjunkturdaten nachgelassen. Zudem haben selbst Falken im EZB-Rat wie der Niederländer Knot zuletzt verbal zurückgerudert.
- Bei Aktien bleiben wir leicht untergewichtet. Da sich die Wirtschaftsdaten aber immer mehr abzuschwächen scheinen, haben wir unser Aktienbeta reduziert und in den USA ein Minimum Volatility ETF antizyklisch zulasten eines gleichgewichteten S&P 500 ETF beigemischt. Trotz der Untergewichtung von Aktien ist unser Aktienbeta weiterhin nahe neutral, da wir strategisch in Small Caps und Rohstoffaktien investiert sind, die eine höhere Aktiensensitivität aufweisen. Rohstoffaktien hatten bis Ende Juni stark underperformed, gehörten aber im Juli zu den größten Gewinnern.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

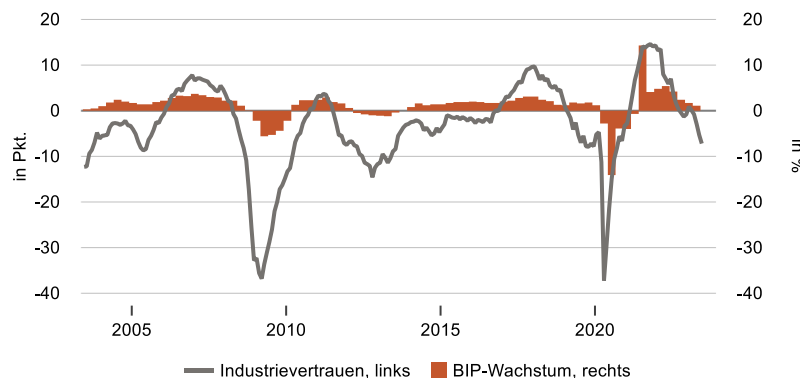


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Schwieriges Konjunkturmfeld

- Erneut schlechte Nachrichten aus der Unternehmenswelt: Der PMI (Einkaufsmanagerindex) ist im Juli abermals gefallen. Mit 48,9 Punkten fiel er gegenüber Juni um einen Punkt und sank damit stärker als erwartet. Der Index liegt damit nicht nur deutlich unter der 50-Punkte-Expansionsschwelle, es ist auch der niedrigste Wert seit acht Monaten.
- Insgesamt haben sich die Aussichten für die zweite Jahreshälfte eingetrübt. Für den Rest des Jahres 2023 erwarten wir ein sehr geringes Wachstum in der Eurozone. Wenn der Abschwung in den USA beendet ist, könnte die Eurozone ab Frühjahr 2024 wieder zu einem Aufholwachstum über ihrer Trendrate zurückkehren.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



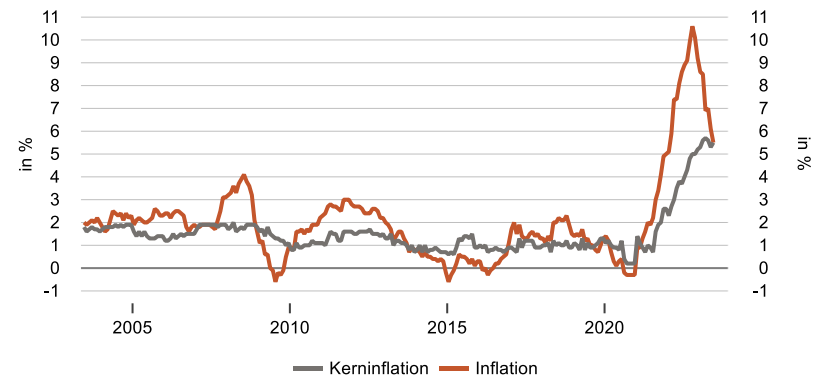
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

Schwache Konjunktur nimmt Druck von der EZB

- In der Eurozone sank die Inflationsrate im Juni von 6,1 % auf 5,5 % (die Kernrate stieg allerdings von 5,3 % auf 5,4 %). Der Disinflationprozess geht also weiter. In Italien ist die Inflation von 8,0 % auf 6,7 % gesunken, in Spanien sogar von 2,9 % auf 1,6 %.
- Die EZB dürfte nahe am Ende des Straffungskurses angekommen sein. Die schwache Konjunktur in der Eurozone bremst den Preisauftrieb und nimmt damit den Druck von der EZB, noch viel weiter gehen zu müssen. Zudem wirken die Zinserhöhungen der letzten Monate nach, sodass die restriktive Geldpolitik noch nicht voll in der Wirtschaft und bei den Inflationsraten angekommen ist.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

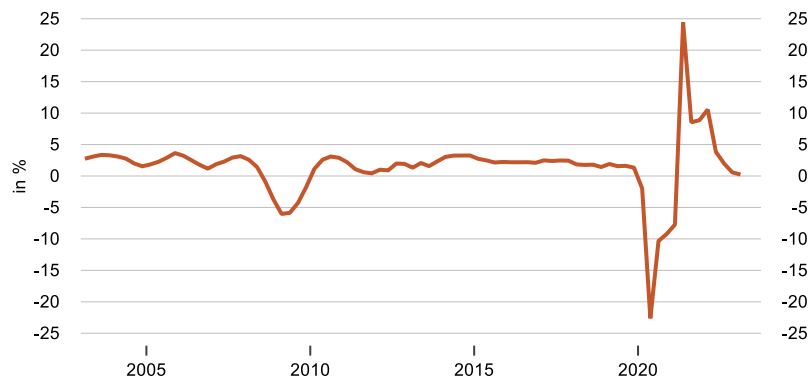


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Positive Überraschung bei den Inflationszahlen

- Nach mehreren Monaten negativer Überraschungen ist der unerwartet starke Rückgang der Inflationsrate im Juni eine Erleichterung: Die Gesamtinflation ging im Juni von 8,7 % auf 7,9 % zurück und lag damit unter den Erwartungen des Bloomberg-Konsens von 8,2 %. Gleichwohl bleibt die Inflationsrate mit fast dem Vierfachen des 2 %-Ziels der Bank of England (BoE) immer noch viel zu hoch.
- Die Kerninflation sank im Juni auf 6,9 %, nach 7,1 % im Mai. Analysten hatten damit gerechnet, dass sich die Kerninflation nicht verändern würde.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



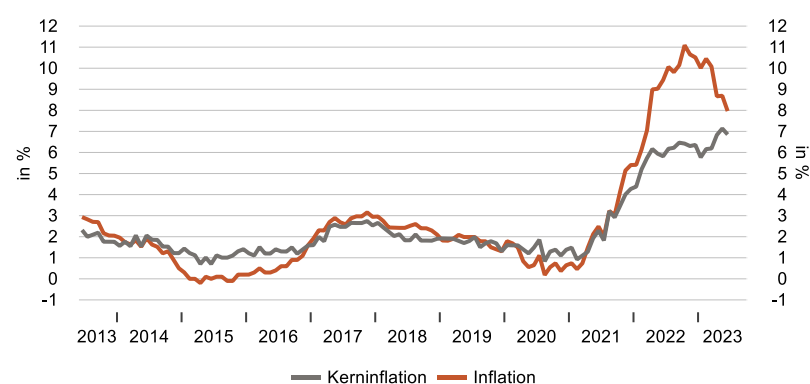
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2003 – 03/2023

Etwas Erleichterung für die Bank of England

- Die positive Überraschung nimmt etwas Handlungsdruck von der Bank of England. Dennoch ist die BoE noch nicht am Ende des Zinserhöhungszyklus angekommen. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass der Leitzins im September einen Höchststand von 5,5 % erreichen wird. Es bleibt aber ein Risiko, dass der Zinsanstieg sogar bis 5,75 % geht.
- Zuletzt hatte die BoE den Leitzins um 0,5 Prozentpunkte erhöht und mit diesem unerwartet großen Zinsschritt auf den hartnäckigen Preisauftrieb, den robusten Arbeitsmarkt und die Lohninflation reagiert.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2013 – 06/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

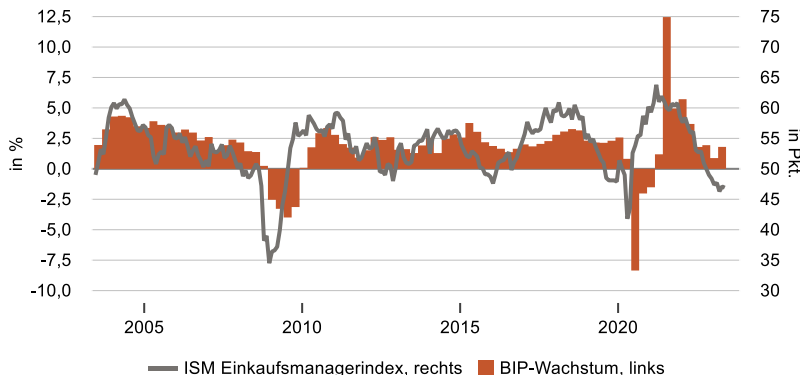
Weiche Konjunkturlandung wahrscheinlich

- Die US-Wirtschaft dürfte bis Ende 2023 und Anfang 2024 nur leicht schrumpfen, bevor das Wachstum im Frühjahr 2024 wieder zum Trend zurückkehrt. Die zugrunde liegenden Fundamentaldaten – insbesondere der immer noch robuste Arbeitsmarkt – sind stabil, der Wohnungsbau befindet sich im Aufschwung und die Fiskalpolitik dürfte die Belastung durch die höheren Zinssätze teilweise ausgleichen.
- Eine milde Rezession oder eine weiche Landung sind deutlich wahrscheinlicher als ein kräftiger Rückgang des realen BIP.

Ist die Fed am Ziel angekommen?

- Die US-Notenbank Fed hat die Leitzinsen um 25 Basispunkte auf 5,25-5,50 % angehoben. Es sieht so aus, als sei dies der letzte Zinsschritt im aktuellen Zinserhöhungszyklus gewesen.
- Für die Notenbank kamen die Juni-Inflationsdaten sehr gelegen: Die Inflation ist im Juni überraschend deutlich von 4,0 auf 3,0 % gefallen. Wie für die Eurozone gilt auch für die USA: Geldpolitik wirkt zeitverzögert. Somit werden die Zinserhöhungen der vergangenen Monate den Preisauftrieb auch in der näheren Zukunft weiter bremsen.

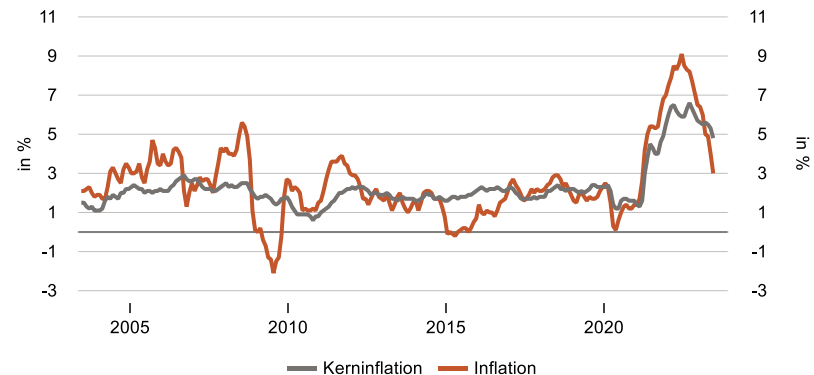
USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond







Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.07.2023

* 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

Optimismus in den Preisen reflektiert

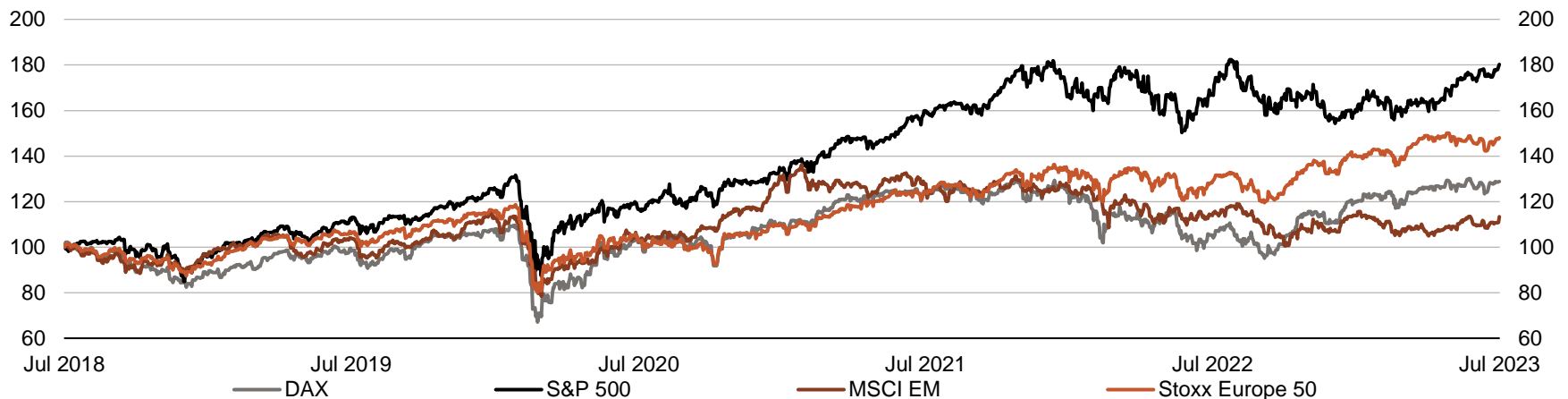


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Marktentwicklung durch Bewertungsausweitung getragen

- Die Märkte entwickelten sich bei abnehmenden Inflations- und Konjunktursorgen auch im Juli erfreulich. Die abnehmenden Sorgen gelten insbesondere für die USA, weshalb US-Aktien mehr als europäische Aktien zulegten. Haupttreiber der positiven Entwicklung war dabei eine Bewertungsausweitung, welche wir in dieser Ausprägung nicht erwartet haben. Seit Jahresanfang ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 von rund 17 auf über 21 gestiegen. US-Aktien preisen somit ein goldenes Szenario von geringer Inflation und stabiler Konjunktur. Europäische Aktien sind bei höheren konjunkturellen Risiken hingegen deutlich günstiger bewertet. Dies birgt positives Überraschungspotenzial, sollte sich die Konjunktur besser als erwartet halten.
- Mit dem Start der Q2-Berichtssaison dürften die Anleger wieder verstärkt auf Fundamentaldaten blicken. Dass nichts alles rosig ist, zeigen vermehrte Gewinnwarnungen aus den zyklischen Sektoren und auch erste Enttäuschungen bei größeren Technologieunternehmen. Die schwächelnde Konjunktur hinterlässt somit erste Spuren. Dies gepaart mit wieder sehr optimistischer Anlegerstimmung macht die Aktienmärkte zunehmend anfällig. Wir sehen daher nur noch begrenztes Potenzial in den nächsten Monaten.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 25.07.2018 – 25.07.2023

Unternehmensgewinne

Analysten sehr optimistisch



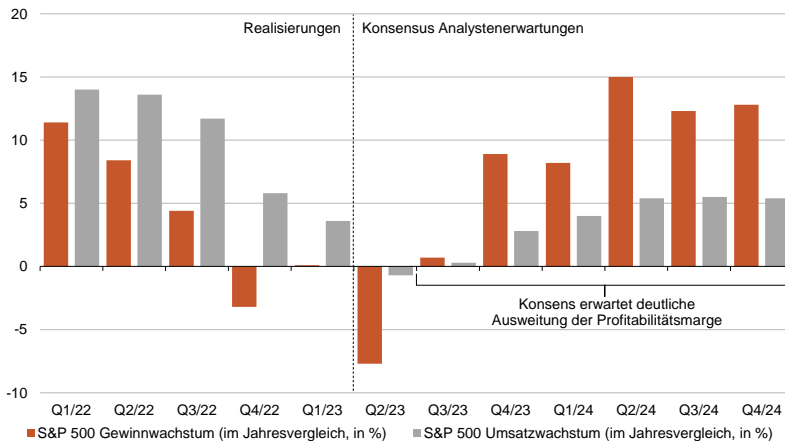
Fundamentaldaten rücken in den Vordergrund

- Mit der Q2-Berichtssaison rücken Fundamentaldaten in den Fokus. Für den S&P 500 wird ein Gewinnrückgang um mehr als 7 % im Jahresvergleich erwartet. Niedrige Erwartungen, die robuste Wirtschaft in Q2 und der schwächere US-Dollar bergen Chancen für positive Überraschungen.
- Für Q4 und danach sind die Analysten hingegen sehr optimistisch, was wir bei sich abschwächendem Wachstum, rückläufiger Inflation und steigenden Arbeitskosten für herausfordernd halten. Spannend dürfte daher der Ausblick sein, den die Unternehmen geben.

Gewinnwachstum 2024 deutlich positiv erwartet

- Nach einem mauen Gewinnjahr 2023 dürfte laut Analysten das Gewinnwachstum 2024 in den Industrienationen um die 10% liegen. Für die Schwellenländer geht der Konsens nach einer Gewinnrezession dieses Jahr von einem Gewinnwachstum von knapp 20 % im Jahr 2024 aus. Treiber des massiven Gewinnwachstums dürfte laut Analysten Asien Pazifik ex Japan sein.
- Bei den europäischen Sektoren erwarten die Analysten 2024 das größte Gewinnwachstum bei Informationstechnologie- und Gesundheitswerten.

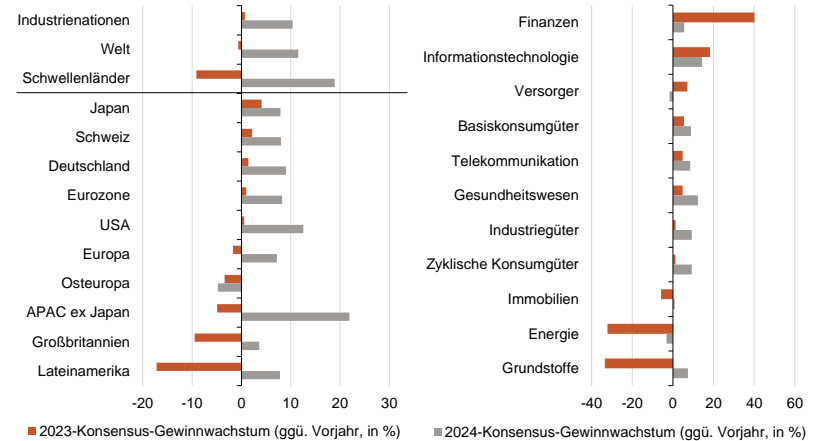
Zu viel Gewinn-Optimismus ab Q4



Quelle: Refinitiv I/B/E/S Global Aggregates

Stand: 25.07.2023

Analysten optimistisch für 2024



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 25.07.2023

Bewertung & Positionierung Aktien zu jedem Preis?

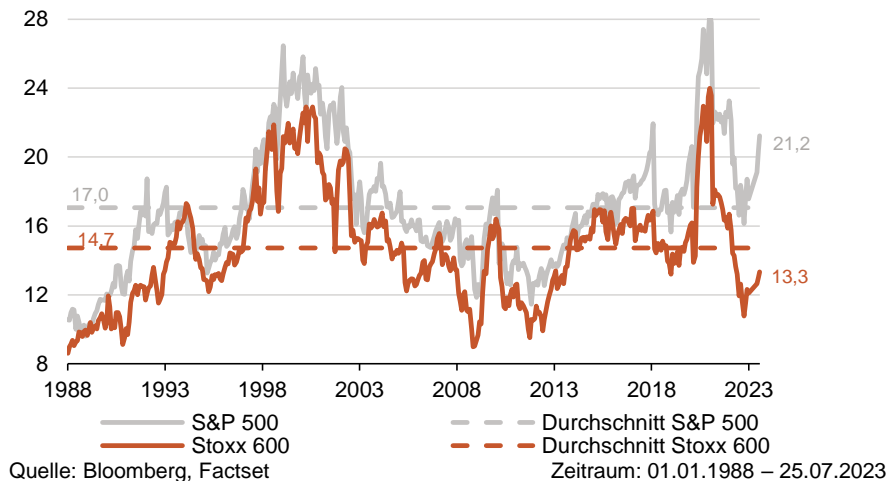


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Bewertungsrückgang aus 2022 fast wieder revidiert

- Anders als von uns erwartet gab es nach der Bewertungseinengung im Jahr 2022 eine deutlich Bewertungsausweitung seit Jahresanfang – und das trotz weiterhin hoher Zinsen. Neben der KI-Euphorie ließen fallende Inflationswerte bei gleichzeitig relativ stabiler Konjunktur die Anleger deutlich Aktien zukaufen. Die Gewinnentwicklung der Unternehmen fiel, wie von uns erwartet, hingegen mau aus.
- Der S&P 500 handelt mit einem KGV von nahe 21 fast wieder auf Niveaus von Anfang 2022. Bewertungsseitig ist bei US-Aktien somit nicht mehr viel zu holen.

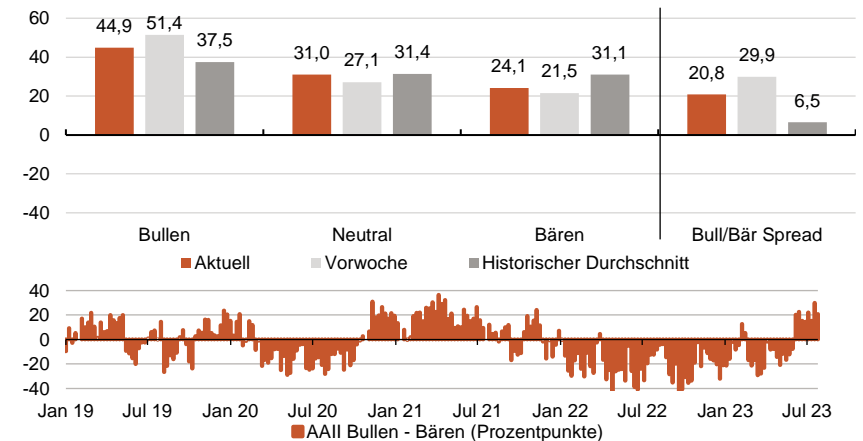
US-Aktien so teuer wie seit 15 Monaten nicht mehr



Optimismus überwiegt nun seit mehreren Wochen

- Der Bull/Bär-Spread ist nun die achte Woche in Folge im positiven Territorium. Das haben wir zuletzt 2021 gesehen. Die Privatanlegerpositionierung dürfte somit deutlich erhöht sein.
- Neben den Privatanlegern haben auch systematische Strategien aufgrund von positivem Momentum und niedriger Volatilität wieder ein deutlich erhöhtes Aktienexposure.
- Sollte der Anlegeroptimismus nicht gerechtfertigt sein, was sich zumindest konjunkturell in den kommenden Monaten zeigen dürfte, ist das Potenzial für einen stärkeren Rücksetzer erhöht.

Optimisten in der Überzahl

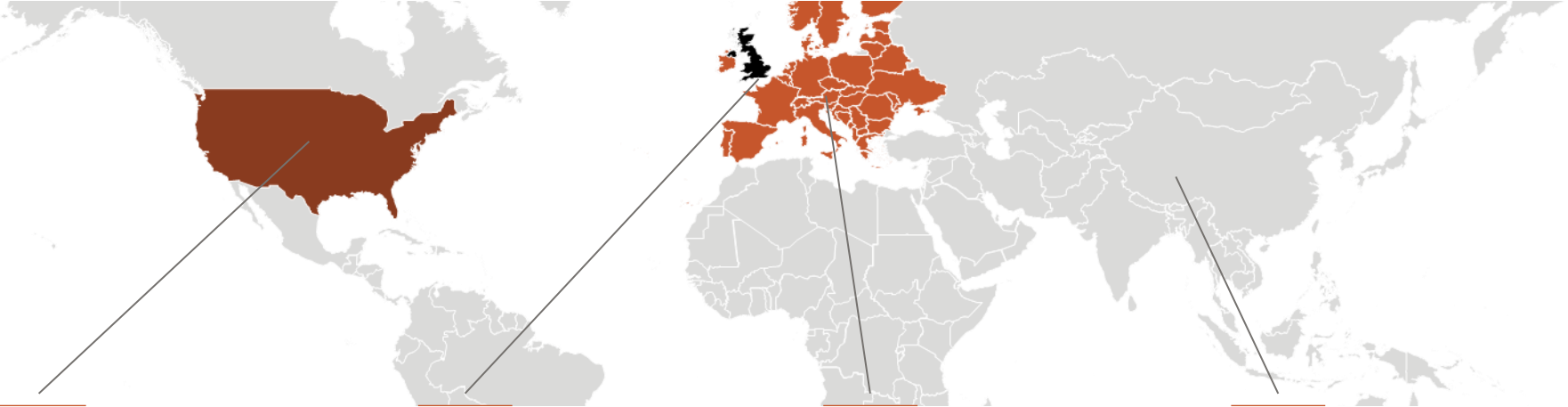


Aktien Allokation

Schwellenländer mit Überraschungspotenzial



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Untergewichten

- Die hohe Positionierung und die weiterhin hohe Bewertung von US-Aktien machen 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. Die schwierigen Konjunkturaussichten erscheinen somit zumindest zum Teil in den Preisen reflektiert. Sollte sich die Konjunktur besser als erwartet entwickeln, besteht Erholungspotenzial.
- 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	25.07.2023	31.12.2023	30.06.2024	in 12 Monaten
S&P 500	4.567	4.300	4.600	4.913
DAX	16.212	16.200	17.300	19.627
Euro Stoxx 50	4.391	4.350	4.700	5.072
MSCI Großbritannien	2.199	2.200	2.350	2.570
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	-5,9	0,7	7,6
DAX	-	-0,1	6,7	21,1
Euro Stoxx 50	-	-0,9	7,0	15,5
MSCI Großbritannien	-	0,1	6,9	16,9

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.07.2023

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

Anleihemärkte bieten weiterhin Ertragschancen

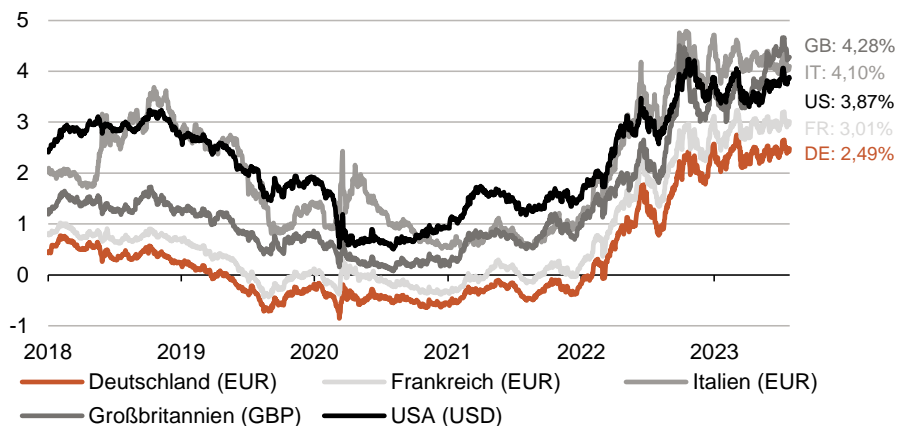


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Zinsduration nun neutral gegenüber der Benchmark

- Die Renditen bonitätsstarker Staaten stiegen zum Monatsbeginn in Antizipation von weiterhin anhaltend hoher Kerninflation. Nach schwachen Einkaufsmanagerindizes gaben die Renditen wieder nach und schlossen im Monatsvergleich nur leicht höher.
- Lediglich britische Staatsanleihen verzeichneten einen leichten Renditerückgang über den letzten Monat – nach den sehr starken Renditeanstiegen in den Vormonaten.
- Das Ende des Zinsanhebungszyklus bahnt sich zunehmend an. Die Fed hat wohl die finale Zinsanhebung getätigt, während die letzten Erhöhungen für die Eurozone im vierten Quartal eingepreist werden, ehe nächstes Jahr die Zinsen wieder gesenkt werden könnten.

Renditen sicherer Staaten in erhöhter Handelsspanne



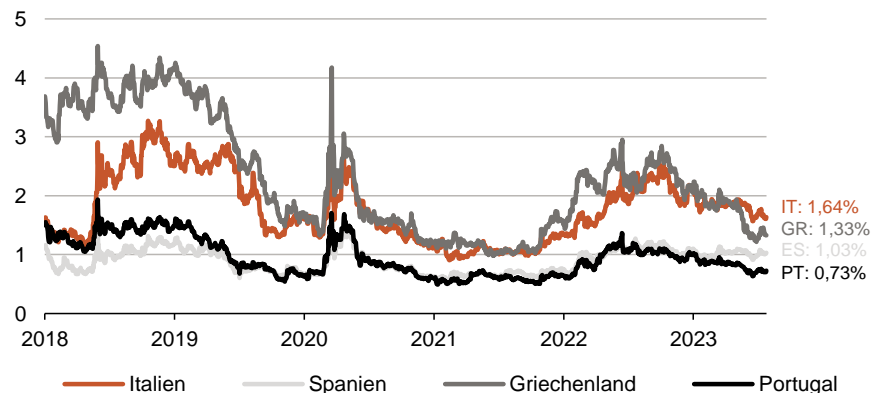
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 26.07.2023

Staatsanleihen aus der Euro-Peripherie (noch) attraktiv

- Der Renditeaufschlag von Staatsanleihen aus der Euro-Peripherie gegenüber Bundesanleihen ist seit Jahresbeginn deutlich zurückgegangen. Da diese Einengung auf positiven Wirtschaftsindikatoren beruht, erachten wir die Spreads dennoch als attraktiv und wollen die zusätzliche Carry weiterhin vereinnahmen.
- Die schrumpfende parlamentarische Mehrheit der griechischen Regierung und das unklare Wahlergebnis der vorgezogenen Parlamentswahlen in Spanien erklären zum Teil die Spreadausweitung in beiden Ländern.
- Griechische Staatsanleihen haben trotz des Hochzinsratings mittlerweile engere Spreads als italienische BTPs.

Risikoaufschläge von Peripheriestaaten sind rückläufig



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen,
(Spread 10-jähriger Staatsanleihen ggü. Bunds)

Zeitraum: 01.01.2018 – 25.07.2023

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Die Rückkehr des Zinses schafft Opportunitäten



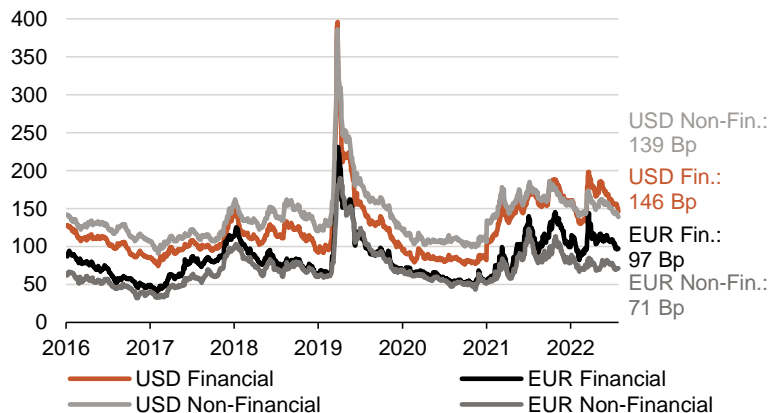
Investment-Grade-Unternehmensanleihen präferiert

- Die Risikoaufschläge bei IG-Unternehmensanleihen setzten den Trend des letzten Quartals fort und engten sich in den vergangenen vier Wochen weiter ein. Dabei konnten insbesondere Finanzanleihen aufgrund starker Spreadeinengungen eine positive Performance vorweisen.
- Vereinzelt Gewinnwarnungen von Zyklikern wurden von weiterhin starken Kennzahlen aus dem Dienstleistungs- und Bankensektor überstrahlt. Die Risikofreude des Marktes konnte somit die leichten Mittelabflüsse aus dem Segment und steigende Zinsen kompensieren.
- Die Risikoaufschläge im HY-Segment sind im historischen Vergleich zunehmend eng gepreist und somit unattraktiv.

Schwellenländer: Lateinamerika birgt Opportunitäten

- EM Lokalwährungsanleihen konnten sich auch im zweiten Quartal sehr gut behaupten. Regional betrachtet konnte Lateinamerika erneut alle anderen EM-Regionen hinter sich lassen. Ungeachtet der bisher bereits angehäuften positiven Performance erachten wir regionale Investments in Lateinamerika weiterhin als opportun.
- Nach einem verhaltenen Jahresstart könnte Asien im restlichen Jahresverlauf an Bedeutung gewinnen. Eine graduelle Erholung der chinesischen sowie eine weiterhin robuste US-Wirtschaft könnten Rückenwind bieten.

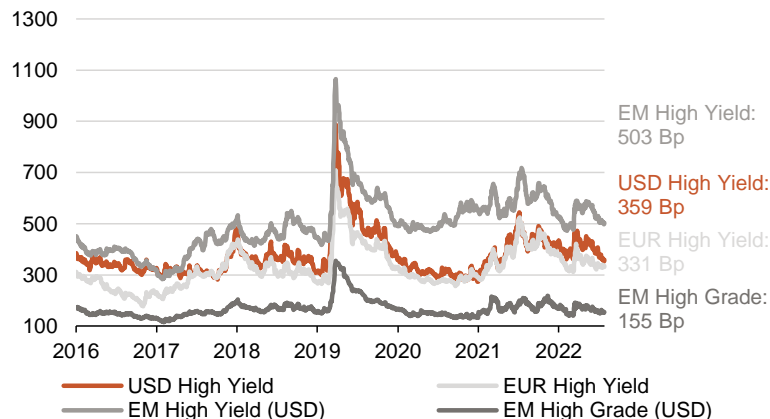
Risikoaufschläge im IG Segment engen sich weiter ein



Quelle: Factset

Zeitraum: 01.01.2018 – 26.07.2023

Schwellenländeranleihen im HY nach wie vor gefragt



Quelle: Factset

Zeitraum: 01.01.2018 – 26.07.2023

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



Kernsegmente



Staatsanleihen Untergewichten

- Nach schwächeren Sentiment Indikatoren in der US- und den Europäischen Volkswirtschaften hat sich der Aufwärtsdruck bei den Renditen sicherer Staatsanleihen gelegt. Das Bild eines baldigen Ende des Zinsanhebungszyklus ist durch die langsam herunterkommende (Kern-) Inflation bestärkt.
- Wir bevorzugen nach wie vor Quasi-Staatsanleihen und gesicherte Pfandbriefe gegenüber traditionellen Staatsanleihen, da sie eine attraktive Mehrrendite bieten. Insbesondere in diesem Segment empfinden wir es attraktiv Zinsduration aufzubauen.



Unternehmensanleihen Übergewichten

- Aktuelle Unternehmenskennzahlen implizieren weiterhin ein stabiles Ertragsbild und Bilanzen. Dennoch würde eine mögliche Rezession hier zu rauslaufenden Risikoaufschlägen führen, weshalb wir uns nach wie vor auf bonitätsstarke Emittenten im IG fokussieren.
- Am kurzen Ende der Laufzeitenkurve bauen wir Spreadduration auf, wobei mittelfristig nach einer Versteilerung der Spreadkurve auch mittlere Laufzeiten im IG Segment zunehmend Opportunitäten bieten.
- Bei den US-Banken haben sich die Abflüsse von Einlagen stabilisiert, dennoch präferieren wir aufgrund der extrem starken Ertragskraft und niedrigen Risiko-Rückstellung europäische Großbanken.



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



Weitere Segmente



Schwellenländeranleihen Übergewichten

- Für Schwellenländerpapiere bieten fundamentale Faktoren wie eine überschaubares Refinanzierungsvolumen und technische Faktoren wie eine anhaltende Angebotsknappheit Rückenwind.
- Wir bevorzugen weiterhin das Lokalwährungssegment und positionieren uns hier im Angesicht einer bevorstehenden Zinswende der Schwellenländer-Zentralbanken in der Duration länger.



Hochzinsanleihen Übergewichten

- Als Positionen abseits der Benchmark halten wir derzeit z.B. Katastrophenanleihen und Finanznachrangnanleihen.
- Ansonsten sind viele Hochzinsanleihen jedoch im Vergleich zur eigenen Historie nicht mehr attraktiv gepreist. Wir sind hier zunehmend vorsichtiger in der Selektion.
- In den zurückliegenden Monaten konnten einige Emittenten Neuemissionen platzieren. Mittlerweile muss jedoch hinterfragt werden, welche Emittenten zukünftig die hohen Kuponanleihen bedienen können.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte

	25.07.2023	31.12.2023		30.06.2024	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	5,00-5,25	5,25-5,50	5,50	4,25-4,50	4,80
10J US-Rendite	3,89	3,80	3,64	3,90	3,48
Eurozone					
Leitzins	4,00	4,50	4,35	4,50	4,15
10J Bund-Rendite	2,42	2,70	2,32	2,80	2,18
Großbritannien					
Leitzins	5,00	5,50	5,65	4,75	5,30
10J Gilts-Rendite	4,26	4,30	4,06	4,30	3,77

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.07.2023

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

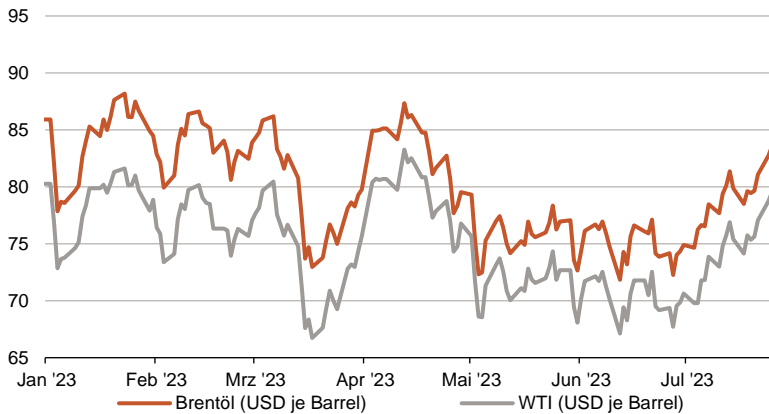
Rohöl

Die Erholung ist endlich da

Besserung auf beiden Seiten des Angebots-Nachfrage-Gefüges beflügeln Ölpreis

- Nach einem schwierigen zweiten Quartal ist Öl fulminant in die zweite Jahreshälfte gestartet. In den Vormonaten litt der Ölpreis neben den Konjunktursorgen im Westen unter der schwächer als erwarteten Nachfrageerholung in China und vor allem unter dem überraschend starken Angebot aus Russland und dem Iran sowie weiteren Freigaben der strategischen US-Ölreserve. Fundamental gab es also gute Gründe für die ernüchternde Preisentwicklung.
- Ab Juli drehte sich das Bild allerdings auf beiden Seiten der Gleichung. Die Nachfrage dürfte mit der Reise-Saison angezogen haben. Das Angebot dürfte sich mit der zusätzlichen Produktionskürzung der Saudis i.H.v. 1mbpd und der Export-Kürzung Russlands i.H.v. 500kbpd deutlich verknappt haben. Im Ergebnis stieg der Ölpreis um etwa 12% über den letzten Monat.
- Kurzfristig könnte Öl neben dem knappen Angebots-Nachfrage-Gefüge auch von Anschlusskäufen systematischer Strategien profitieren. So hat Brent jüngst die 200-Tagelinie durchbrochen. In den nächsten Monaten dürfte entscheidend sein, ob und wie lange Saudi-Arabien die freiwillige Extra-Kürzung beibehält und ob es der chinesischen Regierung endlich gelingt die heimische Wirtschaft merklich zu stimulieren.

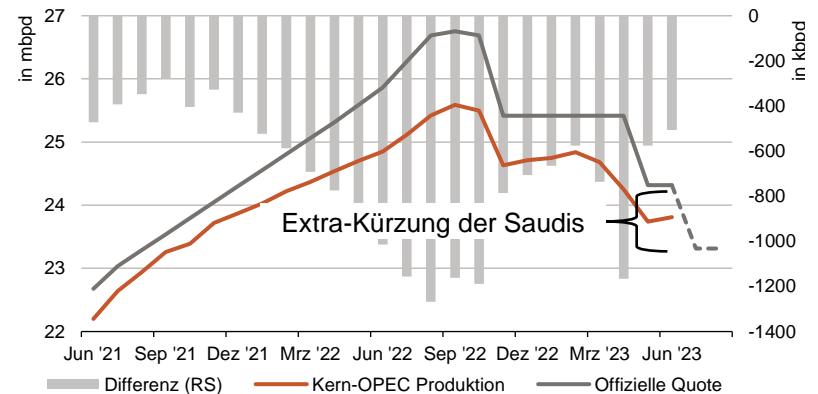
Steile Ölpreiserholung im Juli



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2023 – 25.07.2023

Saudi-Arabien verknappt merklich das Angebot



Quelle: Bloomberg, DOE, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.06.2021 – 30.06.2023

Edel- und Industriemetalle

Gold bleibt Absicherung im Portfolio

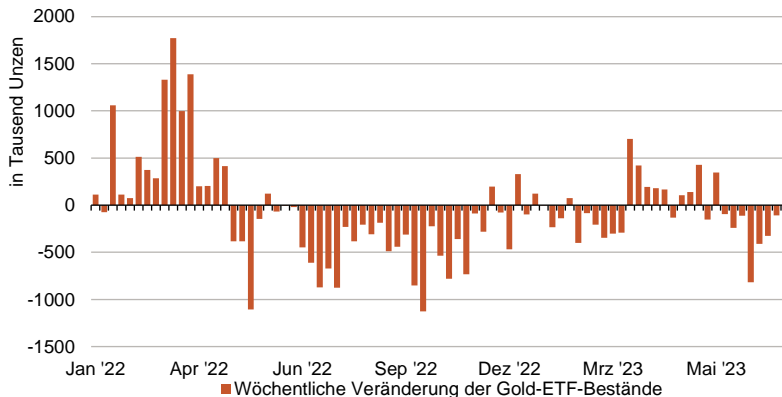


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold bleibt vor allem Absicherung im Portfolio

- Nach zwei Monaten negativer Wertentwicklung legte Gold im Juli wieder moderat zu (ca. +3%). Dabei profitierte es zunächst von einem schwächeren US-Dollar und später von etwas niedrigeren Realrenditen, die Anfang Juli mit 1,8% (10J) noch den höchsten Stand seit 2009 markierten. Bei derzeit 1,5% bleiben die Opportunitätskosten für Gold allerdings immer noch hoch. Damit bietet die relative Bewertung wenig Spielraum für weiteres Aufwärtspotenzial.
- Viele Investoren scheinen dieses Bild zu teilen. Gold-ETFs verzeichnen seit dem Abebben der Bankensorgen und der US-Schuldendiskussion nahezu kontinuierlich Abflüsse.
- Als Absicherung gegen Extremrisiken bleibt es dennoch ein wichtiger Portfoliobestandteil.

Investoren haben Interesse an Gold verloren



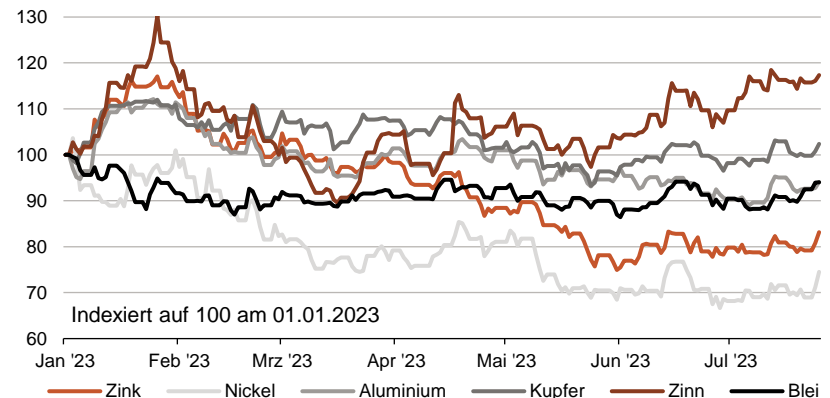
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2022 – 21.07.2023

Industriemetalle bleiben knapp und gefragt

- Die Stabilisierung der Industriemetallpreise setzte sich im Juli fort. Zuletzt kam zusätzlicher Rückenwind seitens des Politbüros in China. Der Satz aus dem April-Statement „Immobilien sind zum Wohnen da, aber nicht zur Spekulation“ wurde nun im Juli gestrichen und lässt Anleger auf mehr Stimulus hoffen.
- Unabhängig davon war die Nachfrage in China nach z.B. Kupfer erstaunlich robust in den letzten Monaten. Denn das, was an Nachfrage aus dem Baugewerbe fehlte, wurde durch Nachfrage beim Stromnetzausbau (für erneuerbare Energien) und Elektroautos kompensiert. Der strukturelle Rückenwind scheint also bereits jetzt bei weiter niedrigen Lagerbeständen zu wirken.

Industriemetalle am Beginn der Erholung?



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2023 – 25.07.2023



06

Währungen

Marktentwicklung

Geld & Währung

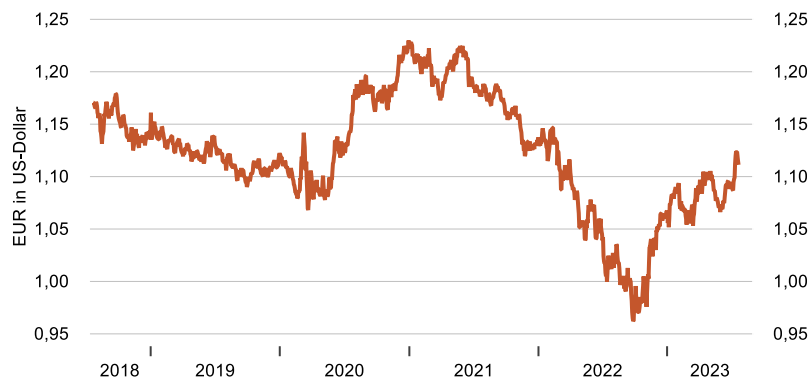


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

EUR/USD: Wechselbad der Gefühle

- Nachdem die Inflation in den USA stärker als erwartet von 4,0 auf 3,0 % gesunken ist, sind die Erwartungen an weitere Zinserhöhungen der Fed zurückgenommen worden. Die Fed dürfte die Zinsen im Juli letztmals angehoben haben und damit den Straffungszyklus beenden. Aufgrund der veränderten Zinsperspektive konnte der Euro zunächst kräftig zulegen und notierte zeitweilig über 1,12 US-Dollar je Euro.
- Inzwischen gab es aber leichte Dämpfer für den Euro. Nach den schwachen Konjunkturdaten (Juli-PMIs) fiel der Wechselkurs vorerst Richtung 1,11 US-Dollar je Euro zurück.

Wechselkurs EUR/USD



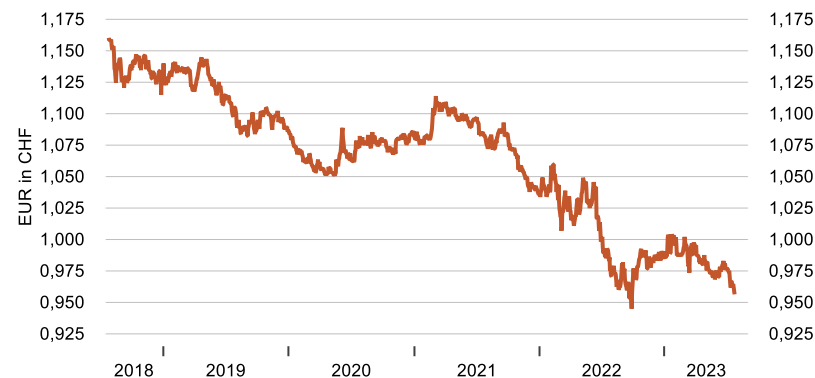
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2018 – 07/2023

Konjunktur trübt den Euro-Ausblick

- Die schwache Eurozonen-Konjunktur belastet den Euro-Ausblick. Bis Jahresende sehen wir den Wechselkurs EUR/USD bei rund 1,12, also nur etwas höher als derzeit. Die schwachen Konjunkturdaten reduzieren die Wahrscheinlichkeit für einen Zinsschritt der EZB im September. Damit würde die Eurozone die Zinsdifferenz zu den USA nicht weiter abbauen.
- Erst im kommenden Jahr, wenn die Eurozone konjunkturell wieder aufholt, dürfte der Euro weiter zulegen. Wir sehen die Möglichkeit, dass der Wechselkurs bis Ende 2024 auf 1,18 steigt.

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Macrobond



Zeitraum: 07/2018 – 07/2023

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

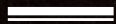
Wechselkursprognosen	25.07.2023	31.12.2023		30.06.2024	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,11	1,12	1,12	1,15	1,13
EUR/GBP	0,86	0,85	0,88	0,85	0,88
EUR/CHF	0,96	1,00	0,99	1,00	1,01
EUR/JPY	156	162	150	163	145
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-1,3	-1,3	-3,9	-2,2
GBP	-	0,8	-2,6	0,8	-2,6
CHF	-	-4,5	-3,5	-4,5	-5,4
JPY	-	-3,8	3,9	-4,4	7,4

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.07.2023

*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

Gerald Deutsch

Portfoliomanager Fixed Income Euro

Dr. Jörn Quitzau

Senior Economist

Kontakt

www.berenberg.de

MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de