



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

September | 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 24.08.2023



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Asset-Allokation zuletzt mit positivem Beitrag	4
02	Volkswirtschaft Die konjunkturellen Aussichten bleiben in der Eurozone trüb. Den USA gelingt wohl weiche Landung	9
03	Aktien Die Märkte werden zäher	14
04	Anleihen Zuletzt ein Performance-Rücksetzer, jedoch aufgrund hoher risikoloser Zinsen noch historisch attraktiv	20
05	Rohstoffe Aufwärtspotenzial kurzfristig begrenzt	25
06	Währungen Der US-Dollar bekommt dank Aussicht auf weiche Konjunkturlandung wieder Oberwasser	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

Gesamttrendite 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 (25.07.23 - 22.08.23)	■ YTD (30.12.22 - 22.08.23)	22.08.22	22.08.21	22.08.20	22.08.19	22.08.18
Brent	3,3	1,9	-9,2	118,2	46,7	-31,6	-12,3
USD/EUR-Wechselkurs	-1,3	1,9	-8,3	17,7	0,8	-6,1	4,7
Aktien Frontier Markets	1,1	8,8	-9,4	-0,8	35,3	-14,3	11,1
Euro-Übernachteinlage	0,2	1,8	2,1	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4
EUR Staatsanleihen	-0,5	1,5	-3,8	-8,5	0,8	0,0	5,3
EUR Unternehmensanleihen	-0,6	2,5	-1,5	-12,3	2,7	-0,3	6,2
Gold	-1,6	2,7	0,2	14,7	-7,4	21,7	31,1
Globale Wandelanleihen	-2,5	4,7	-9,0	-4,3	24,7	21,9	3,0
Aktien Industrienationen	-2,7	11,6	-1,0	6,3	31,4	7,4	5,5
Industriemetalle	-2,8	-13,2	-14,3	21,3	34,2	-2,1	1,0
Aktien Emerging Markets	-4,5	1,8	-8,4	-1,4	14,7	7,8	-0,4
REITs	-5,3	-5,3	-24,4	7,1	29,4	-16,6	18,7

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

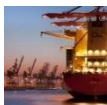
Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- Deutschland schlittert von der Winter-Rezession in die Stagnation. Belebung im Frühjahr 2024 zu erwarten.
- Den USA scheint eine weiche Konjunkturlandung zu gelingen. Die Fed dürfte die Zinsen deshalb 2024 nicht so stark lockern.
- Der Inflationsdruck nimmt weiter ab (Disinflation). Die Zentralbanken sind nahe am Zinsgipfel oder bereits angekommen.

Aktien



- Korrektur an den Aktienmärkten über den August. Die Analysten haben die Gewinnschätzungen weiter nach unten revidiert.
- Bewertungen nach Korrektur nur leicht gesunken. Hohe Zinsen dürften hohe Bewertungsniveaus belasten.
- Wir halten am Aktienuntergewicht fest. Zunehmendes Enttäuschungspotenzial birgt Gefahr für einen größeren Rücksetzer.

Anleihen



- Zinsen sicherer Staatsanleihen stiegen zuletzt. US-Staatspapiere aufgrund Neuemissionsflut besonders unter Druck.
- Wir positionieren uns im Angesicht anhaltend ungewisser Zinspolitik und Zinsvolatilität in der Duration neutral.
- Unternehmensanleihen mit leichter Spreadausweitung. Lokalwährungsanleihen im Schwellenländersegment weiter bevorzugt.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Produktionskürzungen der Saudis stützen noch den Ölpreis, aber die Gegenwinde bei Angebot und Nachfrage nehmen zu.
- Gold leidet unter Realzinsanstieg und starkem US-Dollar. Geringe Anlegerpositionierung potentiell positives Signal.
- Welle an schlechten Konjunkturdaten lastet auf Industriemetallen. Abschwung wird gepreist, aber Lagerbestände bleiben knapp.

Währungen



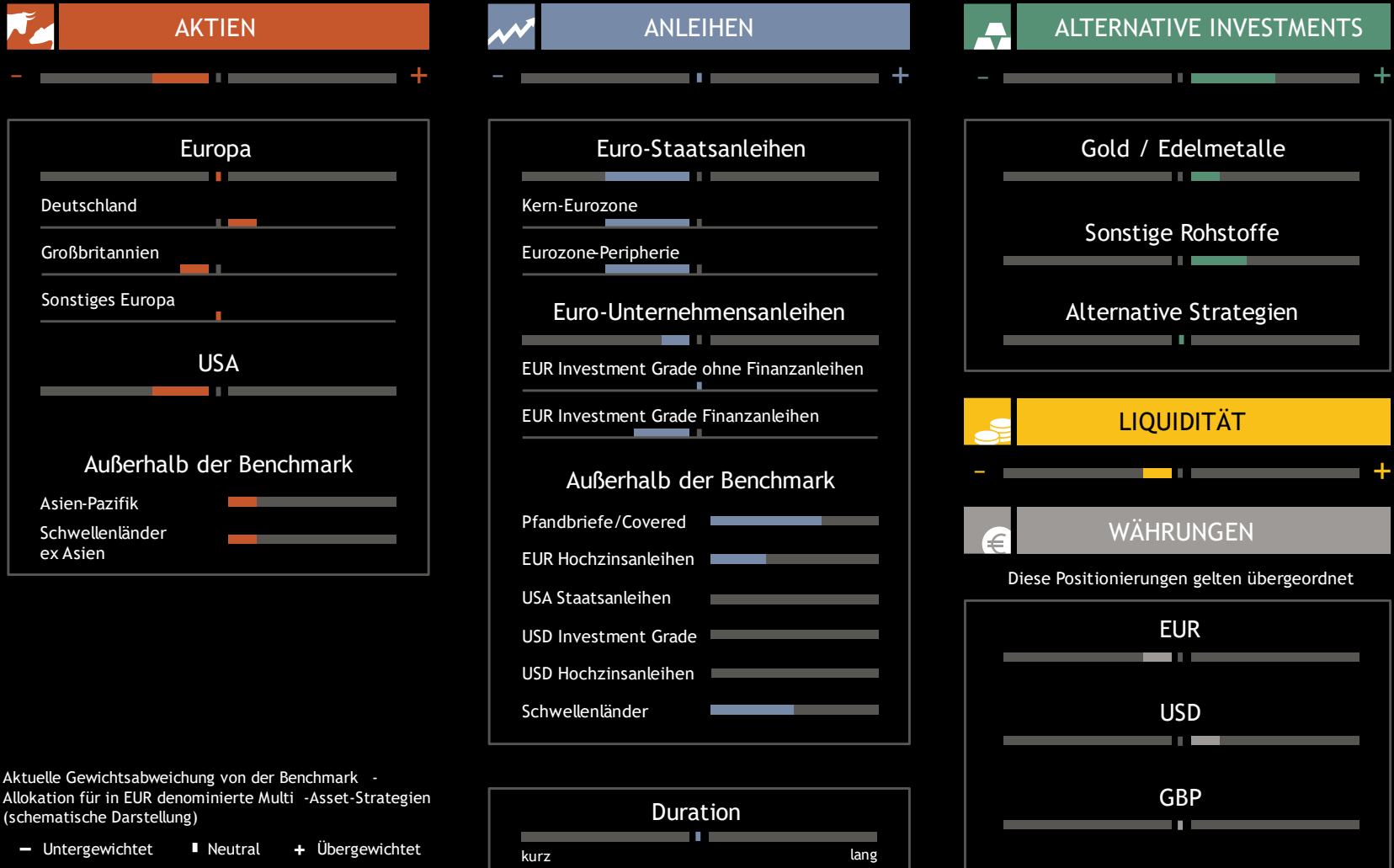
- Die schwache Konjunktur in der Eurozone belastet den Eurokurs. Kurzfristig gibt es nur moderates Aufwärtspotenzial.
- Der US-Dollar hingegen profitiert von der überraschend robusten Konjunktur und legt zum Euro wieder zu.
- Keine Neuigkeiten beim Schweizer Franken: Er ist und bleibt bärenstark. EUR/CHF fällt wieder Richtung 0,95.



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



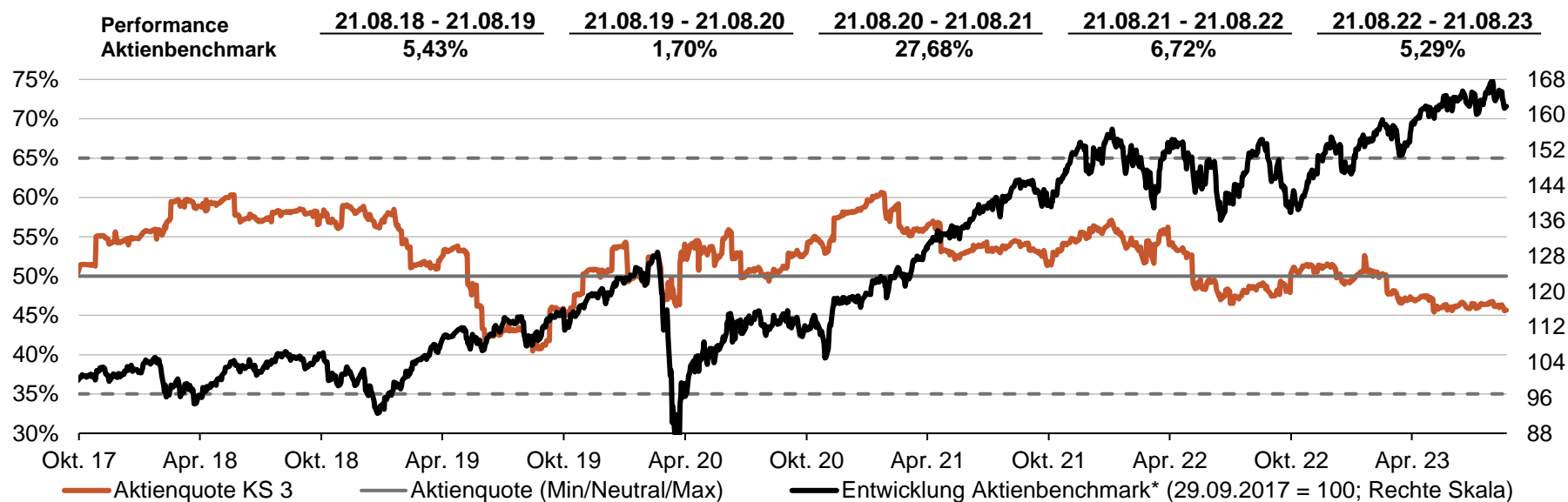
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3



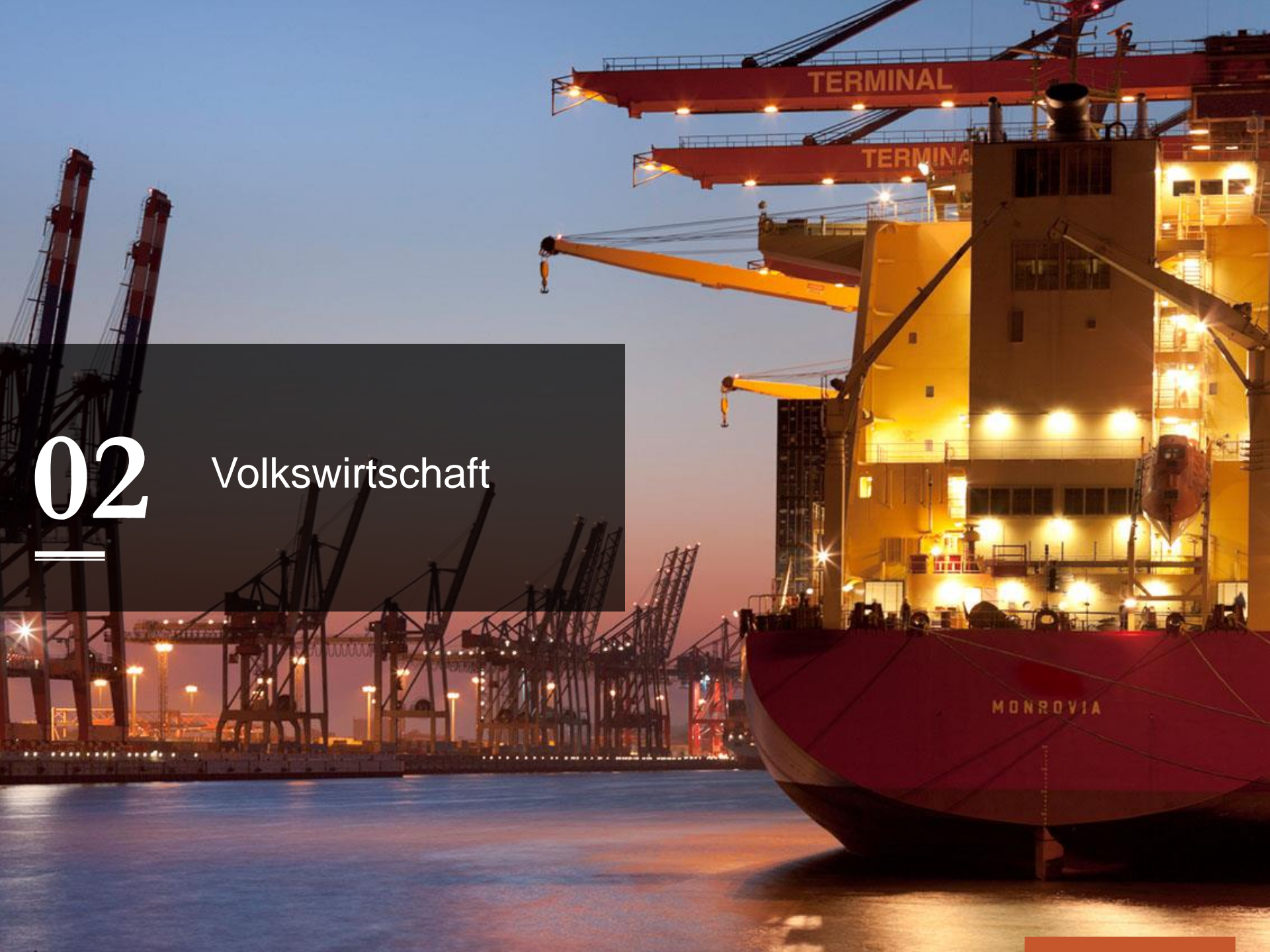
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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 – 21.08.2023
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Die leichte Untergewichtung bei Aktien und Anleihen hat sich zuletzt bezahlt gemacht. Seit Jahresanfang ist der Asset-Allokations-Beitrag nur noch minimal negativ. Geholfen haben zudem auch unsere Alternatives, insbesondere der US Steepener-ETF und das Tailhedge-Produkt. Belastet hat uns zuletzt neben unserem China-Exposure vor allem europäische Small Caps, die jüngst überproportional nachgaben.
- Unser China-Exposure haben wir zuletzt weiter reduziert. Nachdem wir schon im Winter chinesische Aktien reduziert hatten, haben wir nun uns komplett von asiatischen Hochzinsanleihen getrennt, da diese einen starken China-Schwerpunkt haben und die Immobilienkrise sich weiter auszuweiten scheint.
- Wir bleiben weiter balanciert und vorsichtig aufgestellt. Damit Aktien weiterlaufen, müsste vor allem die Unternehmensgewinne steigen. Eine weitere, starke Bewertungsausweitung, wie bis dato dieses Jahr gesehen, halten wir für unwahrscheinlich – nicht zuletzt, weil die (Real)zinsen jüngst weiter gestiegen sind.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

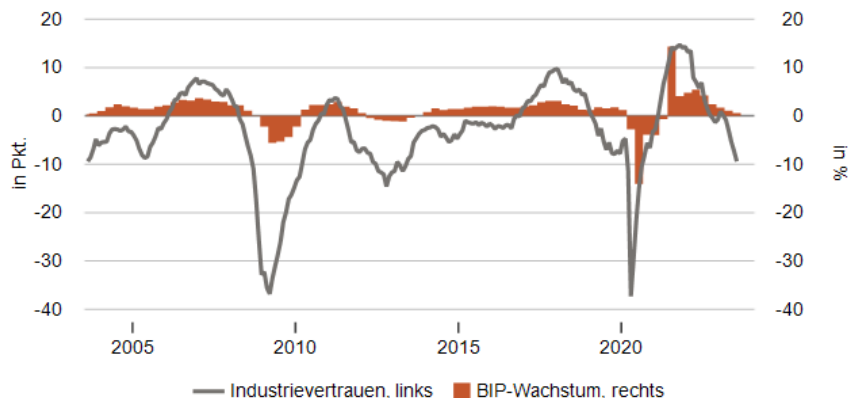


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Schwieriges Konjunkturmilieu

- Eine Reihe sich überlagernder Schocks führt zu einem Abschwung in Europas exportorientiertem Verarbeitenden Gewerbe. Dies sind schlechte Nachrichten für die Eurozone, die einen größeren Teil ihres BIP durch den Export von Waren erwirtschaftet als die meisten anderen großen etablierten Volkswirtschaften.
- 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 Industrier Vertrauen



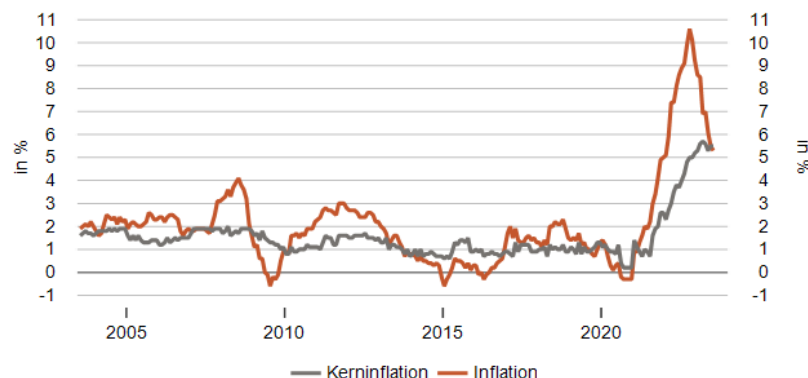
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2003 – 08/2023

Preisauftrieb nimmt ab

- Die Inflation in der Eurozone ist entsprechend unserer Erwartung von 5,5 % im Juni auf 5,3 % im Juli gesunken.
- Zwischen den Mitgliedsstaaten variieren die Inflationen stark. Während in Frankreich die Inflation im Juli von 5,3 % im Juni auf 5,0 % im Vergleich zum Vorjahr gefallen ist, ist in Spanien hingegen die Inflation aufgrund eines Basiseffekts von 1,6 % im Juni wieder auf 2,1 % im Juli gestiegen.
- Aufgrund der nach wie vor hohen Inflationen in der Eurozone hat die EZB auf ihrer Sitzung am 27. Juli den Leitzins um 25 Basispunkte erhöht.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2003 – 07/2023

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

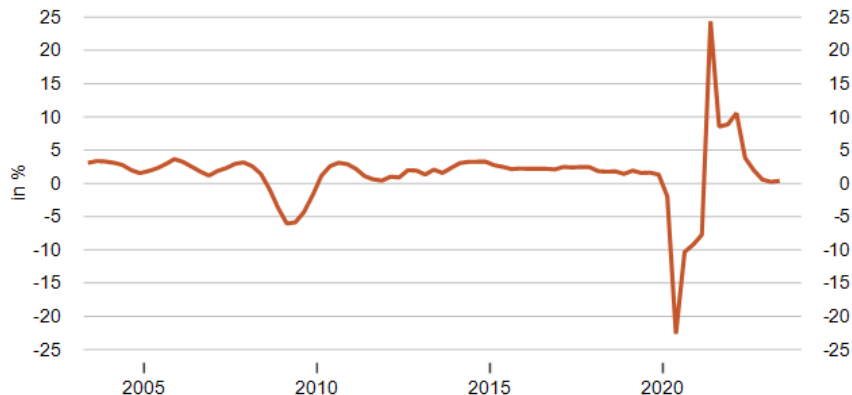


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Bank of England in herausforderndem Umfeld

- Die Bank of England (BoE) hat auf ihrer letzten Sitzung wie erwartet den Leitzins um 25 Basispunkte auf 5,25 % angehoben.
- Dank stark gesunkener Energiekosten ging die Inflation im Juli weiter auf 6,8 % zurück (7,9 % im Vormonat Juni). Die Inflationsdaten und die neuen Arbeitsmarktdaten (s. Text auf der rechten Seite) nehmen einigen Druck von der Bank of England, die Zinsen weiter anzuheben, als bisher allgemein erwartet wird. Wir rechnen im September mit einer weiteren Zinserhöhung von 25 Basispunkten auf einen Höchststand von 5,5 %, mit dem Risiko einer letzten Anhebung um 25 Basispunkte im November.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



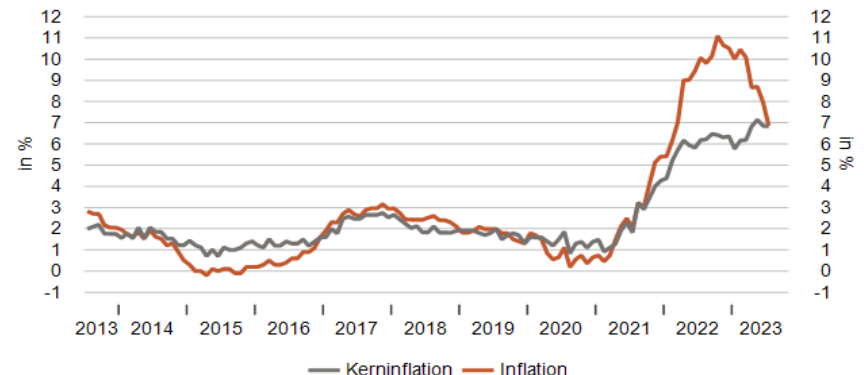
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

Uneinheitliche Arbeitsmarktdaten

- Die etwas widersprüchlichen Arbeitsmarktdaten für Juni könnten die Bank of England (BoE) vor ein Rätsel stellen. Einerseits spricht die positive Überraschung beim Lohnwachstum für das Risiko, dass der kurzfristige Inflationsdruck hoch bleibt. Andererseits schwächen sich die Daten zur Arbeitslosigkeit und Beschäftigung schneller ab als erwartet.
- Sollte sich der negative Trend bei der Beschäftigung fortsetzen, könnten die Aussichten für die Löhne und damit die Inflation schwächer ausfallen als bisher angenommen. Die Wette der Geldmärkte auf einen weitergehenden Zinsanstieg (wegen der positiven Lohnüberraschung) ist deshalb gewagt.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2013 – 07/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

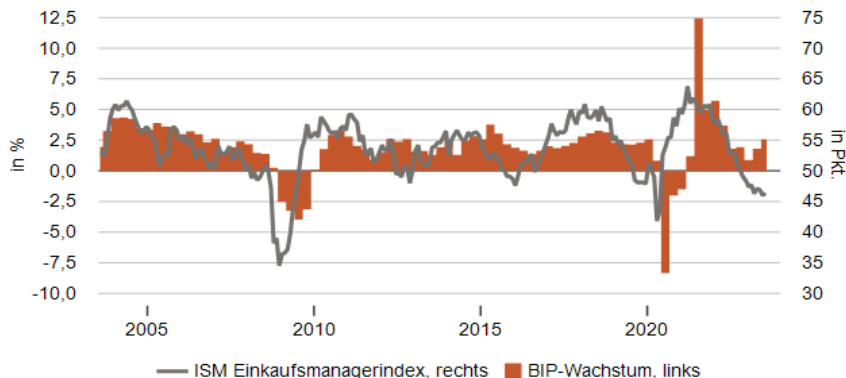


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Fed-Protokoll deutet auf Zinspause im September

- Das Sitzungsprotokoll des Offenmarktausschusses (FOMC) vom 25. und 26. Juli zeigt, dass die Währungshüter zwar nach wie vor über die Aufwärtsrisiken für die Inflation besorgt sind, dass aber die Anzeichen für einen nachlassenden Inflationsdruck und die leichte Abkühlung auf den Arbeitsmärkten den Handlungsdruck gedämpft haben.
- Die in den Wochen nach der Juli-Sitzung veröffentlichten Daten werden die Fed, die ihr weiteres Vorgehen selbst als "datenabhängig" bezeichnete, wahrscheinlich zu einer weiteren Pause auf ihrer Sitzung am 19. und 20. September bewegen.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



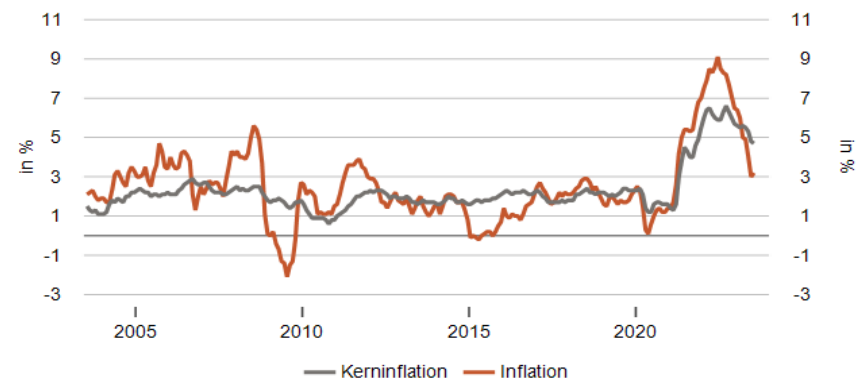
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2003 – 07/2023

Nachlassender Preisdruck

- Die neuen Inflationsdaten deuten darauf hin, dass der Preisauftrieb verglichen mit der Hochphase der Inflation ab Mitte 2021 weiter nachlässt. Der Verbraucherpreisindex ist im Juli nur um 0,2 % gestiegen. Auch die Kernrate der Inflation stieg gegenüber dem Vormonat um 0,2 %. Insgesamt erhöhte sich der Verbraucherpreisindex im Jahresvergleich um 3,2 % (nach 3 % im Juni).
- Auch die Produzentenpreise deuten auf mittelfristig nachlassende Aufwärtsdynamik bei der Inflation. Aufgrund der Basiseffekte ist bis zum Jahresende allerdings mit einiger Volatilität bei der Inflationsrate zu rechnen.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond







Zeitraum: 07/2003 – 07/2023

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 22.08.2023

* 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

Die Märkte werden zäher

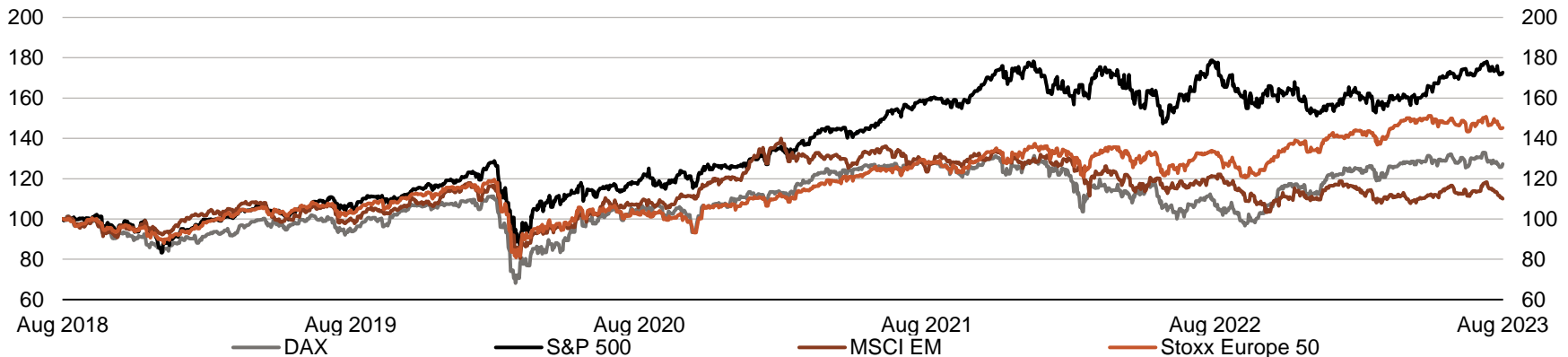


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Korrektur an den Aktienmärkten im August

- Nach dem Jahreshoch im Juli kam es über den August zu einer Korrektur an den Aktienmärkten. So erlitt der S&P 500 zum ersten Mal seit März einen Rückschlag von über 5 %. Das allein muss jedoch noch nicht der Beginn der nachhaltigen Trendwende nach unten sein. Seit 1950 erlitt der S&P 500 durchschnittlich drei Mal pro Jahr separate Korrekturen von mehr als 5 %. Und in der Tat gibt es Anzeichen dafür, dass sich die positive Aktienmarktentwicklung kurzfristig fortsetzen könnte. Die US-Konjunktur entwickelt sich besser als erwartet und nach Abschluss von ~95 % der Gewinnsaison liegen die S&P 500-Gewinne bei einer Umsatzüberraschung von 1,8 % und einer EPS-Überraschung von 7,8 %.
- Mittelfristig sieht das Bild jedoch anders aus. Denn unter der Oberfläche mehren sich zunehmend negative Indikatoren, die die Märkte anfälliger machen. Zum einen bedeuten die gestiegenen Zinssätze Gegenwind für die weiterhin hohen Bewertungen – die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen ist auf 4,3 % gestiegen und hat damit den höchsten Stand seit 2007 erreicht; die realen Renditen von knapp 2 % notieren so hoch wie zuletzt 2009. Zum anderen macht die hohe Aktienpositionierung regelbasierter Anlagestrategien (Systematiker) die Märkte anfälliger für einen stärkeren Abverkauf.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 22.08.2018 – 22.08.2023

Unternehmensgewinne

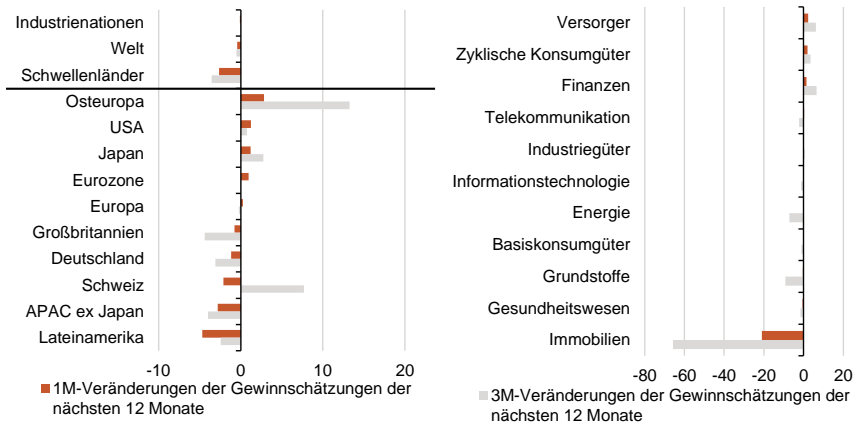
Herausforderungen stehen noch bevor



Leicht negative Gewinnrevisionen bei Industrienationen

- Mit der Q2-Berichtssaison sind die Fundamentaldaten stärker in den Fokus der Märkte gerückt. Die bereits berichteten S&P 500-Unternehmen übertrafen in der Breite sowohl die Umsatz- als auch Gewinnschätzungen. Jedoch ist zu erinnern, dass die Schätzungen im Vorfeld um 17 % nach unten korrigiert wurden, bevor sie „positiv“ überraschten.
- In den letzten vier Wochen haben die Analysten im Schnitt die Gewinnerwartungen für Aktien aus den Industrienationen leicht nach unten revidiert. Schwellenländer sahen angesichts anhaltender Konjunktürenttäuschungen aus China deutlich negative Gewinnrevisionen.

Negative Gewinnrevisionen vor allem in Schwellenländern



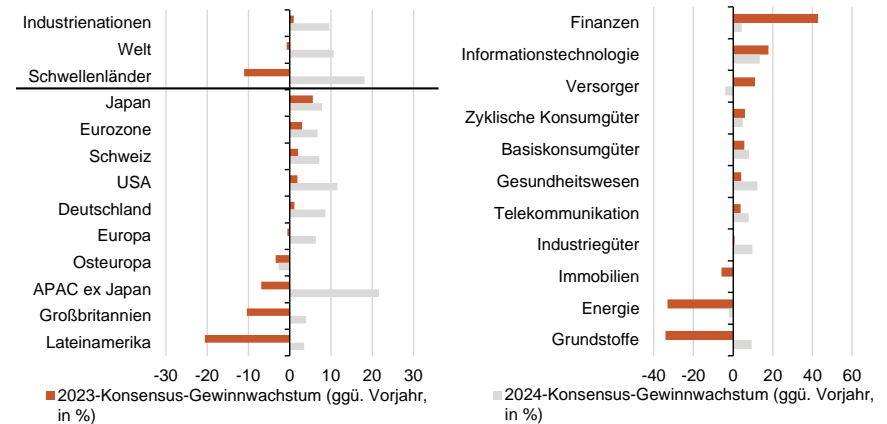
Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 22.08.2023

Merkliches Gewinnwachstum erst ab 2024

- Das Gewinnwachstum 2023 dürfte bei den Industrieländern laut dem Konsens bei knapp 1 % liegen. Erst für 2024 erwartet der Analysten-Konsens deutliches Gewinnwachstum von knapp unter 10 % ggü. dem Vorjahr.
- Auf Sektorebene erwarten die Analysten für Energie- und Grundstoffaktien den deutlichsten Gewinnrückgang. Diese Sektoren litten auch in der Q2-Gewinnsaison besonders. Die fallenden Rohstoffpreise haben im Gegenzug den Konsumenten als auch energieintensiveren Unternehmen geholfen, was auch die Gewinnrevisionen der entsprechenden Sektoren zeigen. Wie lange dieser Rückenwind anhält, ist bei wieder gestiegenen Ölpreisen und sich abschwächender Konjunktur aber fraglich.

Maues Gewinnwachstum für 2023



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 22.08.2023

Bewertung & Positionierung

Höhere Zinsen bedeuten Gegenwind für hohe Bewertungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

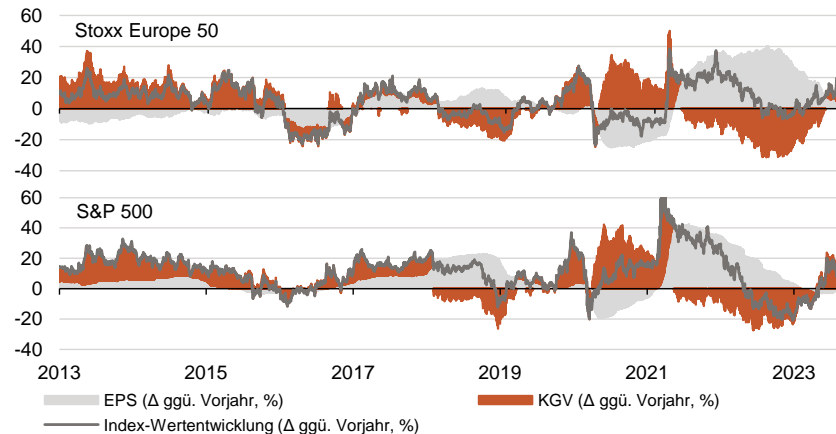
Bewertungen immer noch auf hohen Niveaus

- Der Großteil des Anstiegs an den Aktienmärkten bis Ende Juli war das Ergebnis höherer Bewertungen. Mit der Korrektur über die letzten Wochen sind die Bewertungen zwar ein wenig runtergekommen, dennoch notieren sie weiterhin auf einem historisch sehr hohen Niveau. So notiert der S&P aktuell weiter mit einem hohen „Forward“-KGV von 18,9x.
- Angesichts eines Zinsszenarios von „hoch für länger“ dürfte der Gegenwind für die Bewertungen nicht schnell abebben. Das Risiko einer Bewertungsanpassung nach unten wird größer.

Märkte anfälliger durch hohe Systematiker-Positionierung

- Ausblickend macht auch die hohe Aktien-Positionierung der Systematiker die Märkte anfälliger für einen größeren Rücksetzer. Diese ist trotz der stärkeren Korrektur über den August kaum gesunken, da die realisierte Volatilität kaum gestiegen ist. Sollte die Volatilität steigen und die Trendsignale sich weiter abschwächen, dürften diese vermehrt beginnen ihr Aktien-Exposure zu reduzieren.
- Angesichts der Risiken bleiben wir weiter vorsichtig positioniert und halten an unserem leichten Untergewicht bei Aktien fest. Der Aufwärtsdynamik bis Ende Juli jagen wir nicht hinterher und warten nach der jüngsten Korrektur auf weitere Rücksetzer für attraktivere Einstiegschancen.

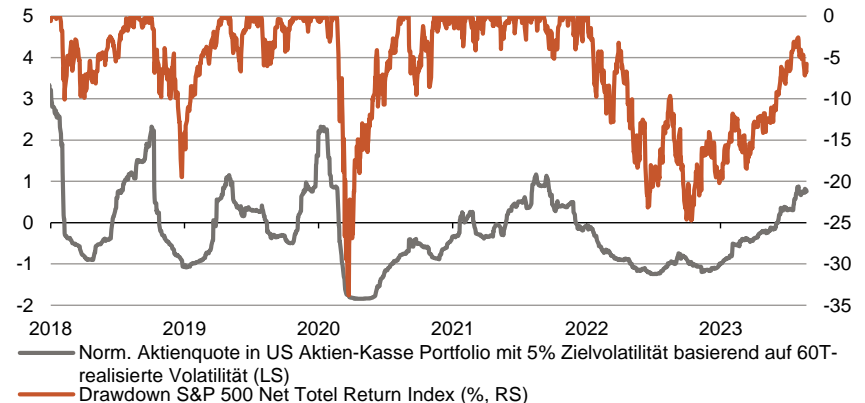
Bewertungsgetriebener Anstieg bis Ende Juli



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 22.08.2013 – 22.08.2023

Systematiker halten an hoher Aktienpositionierung fest



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

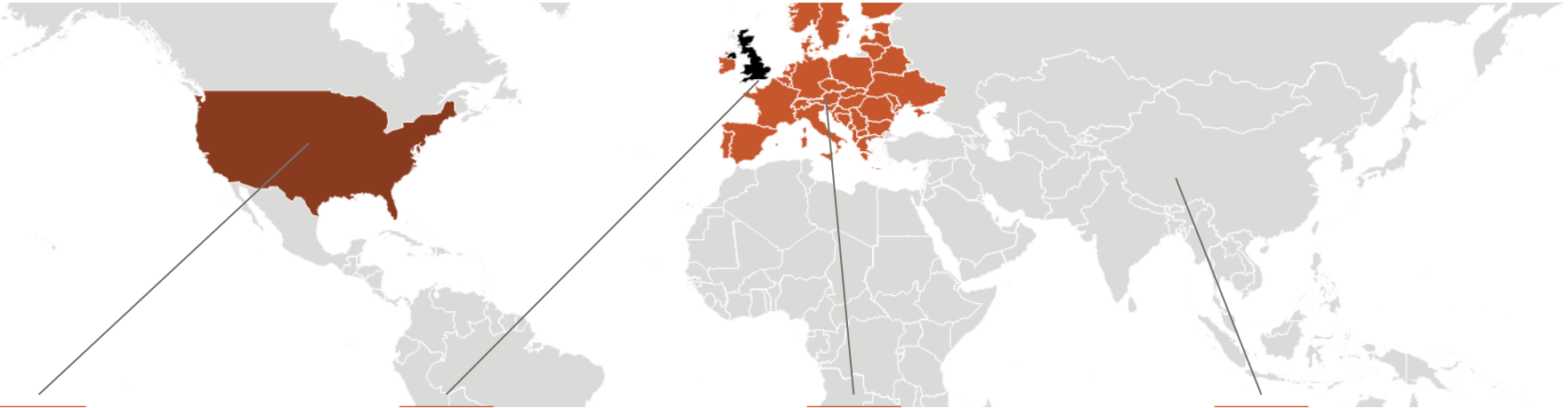
Zeitraum: 01.01.2018 – 22.08.2023

Aktien Allokation

Übergewicht in EM und Europa ex. UK



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	22.08.2023	31.12.2023	30.06.2024	in 12 Monaten
S&P 500	4.388	4.300	4.600	5.075
DAX	15.706	16.200	17.300	19.588
Euro Stoxx 50	4.260	4.350	4.700	5.082
MSCI Großbritannien	2.075	2.200	2.350	2.569
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	-2,0	4,8	15,7
DAX	-	3,1	10,2	24,7
Euro Stoxx 50	-	2,1	10,3	19,3
MSCI Großbritannien	-	6,0	13,3	23,8

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 22.08.2023

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

Weiterer Zinsanstieg getrieben durch Inflationserwartungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

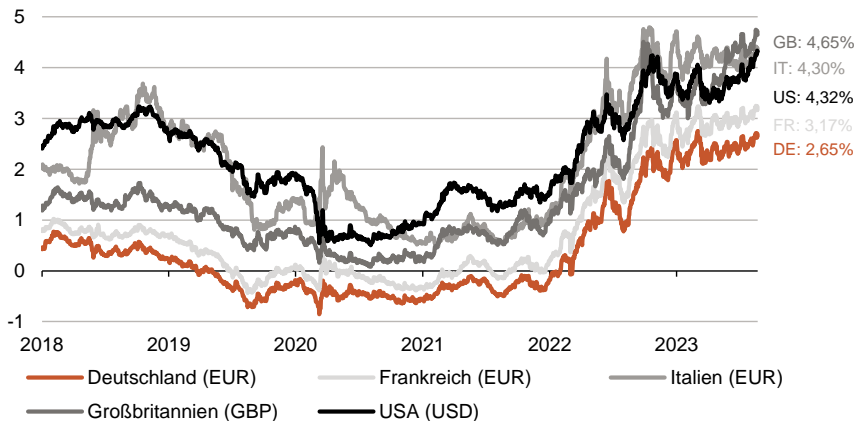
Staatsanleihen mit weiterem Zinsanstieg

- Sichere Staatsanleihen verzeichneten im zurückliegenden Monat weitere Renditeanstiege. Eine Versteilerung der Zinsstrukturkurven ergab sich durch die deutlich stärker gestiegenen Zinsen am langen Ende der Zinskurven als am kurzen Ende.
- Hervorzuheben ist der Renditeanstieg um knapp 35 Bp von 10-jährigen und länger laufenden Treasury Anleihen. Dies ist einerseits eine Reaktion auf die starke Neuemissionsflut am langen Ende der Zinskurve und andererseits eine Reflektion der gestiegenen langfristigen Inflationserwartungen.

Überschaubare Visibilität der weiteren Zentralbankpolitik

- Auf beiden Seiten des Atlantik herrscht ein unklares Bild der weiteren Zinspolitik. Trotz rückläufiger Kerninflation könnte die US-Fed aufgrund des starken Arbeitsmarktes weiter an erhöhten Zinsen festhalten. Entgegen falkenhaften Aussagen einiger Fed Mitglieder preist der Markt jedoch weiterhin keine zusätzlichen Zinserhöhungen ein.
- Trotz stabiler Kerninflation in der Eurozone preist der Markt wiederum nach einem finalen Zinsschritt, im Angesicht einer potentiellen Wirtschaftsabschwächung, im nächsten Jahr Zinssenkungen der EZB. Klarer ist das Bild bei der BoE, wo aufgrund hoher Inflation im nächsten Jahr keine Zinssenkungen vom Markt eingepreist werden.

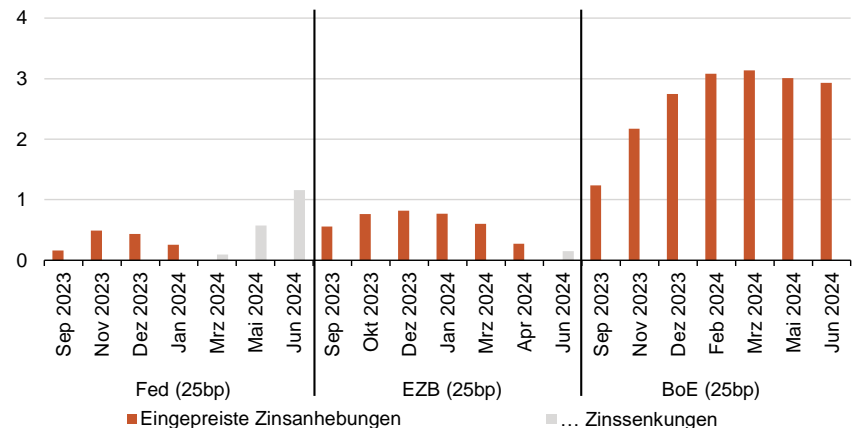
Renditeanstieg bei sicheren Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 22.08.2023

Implizite Leitzinsveränderung unklar



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 22.07.2023 – 22.08.2023

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Risikoaufschläge wieder weiter

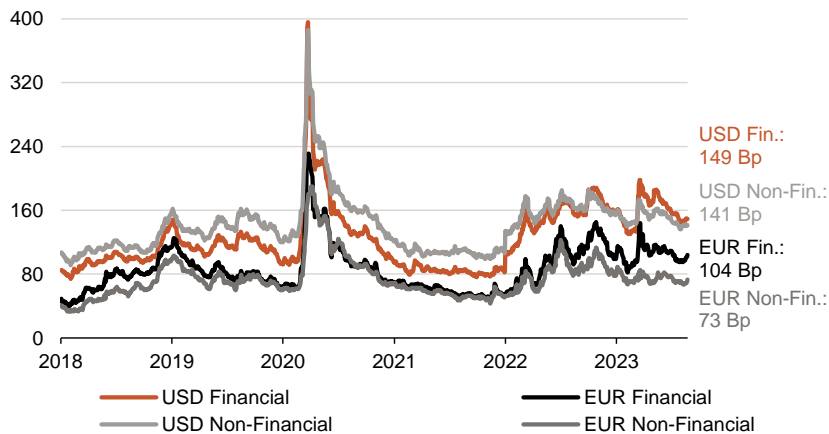


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Unternehmensanleihen zuletzt mit weiteren Spreads

- Trotz starker Performance auf Jahressicht erlebten IG-Unternehmensanleihen zuletzt einen Rücksetzer. Neben steigenden risikolosen Zinsen weiteten sich die Risikoaufschläge von EUR Finanzanleihen um 9 Bp aus, was zu fallenden Kursen führte. Nicht-Finanzanleihen in EUR sahen kaum Spread-Ausweitung. Die stark gelaufenen USD Finanz- und Nicht-Finanzanleihen verzeichneten wiederum einen ähnlich starken Anstieg der Risikoaufschläge.
- Risikoaufschläge von IG-Anleihen in EUR sind verglichen zur eigenen 10-jährigen Historie noch erhöht und somit attraktiv. Risikoaufschläge von IG-Anleihen in USD notieren wiederum unter dem langfristigen Median.

Gegenbewegung der EUR- und US-Risikoaufschläge



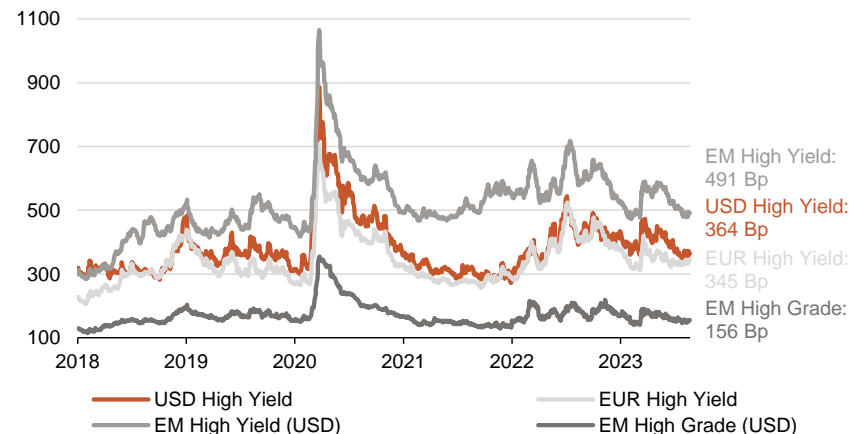
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 22.08.2023

Schwellenländeranleihen litten verhältnismäßig stärker

- Schwellenländeranleihen in Hartwährung litten zuletzt nicht unbedingt aufgrund der nur moderaten weiter gelaufenen Risikoaufschläge, sondern insbesondere über den Zinsanstieg von Treasury-Anleihen. Dabei konnte das HY Segment sowohl auf Monats- als auch auf Jahressicht besser abschneiden als das IG Segment (jeweils in Hartwährung). In Lokalwährung wiederum erwarten wir zukünftig durch den eingeläuteten Zinssenkungszyklus der Zentralbanken einen positiven Performance-Trend.
- Wir präferieren zunehmend Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen in Hartwährung, da das Segment aufgrund von technischen Faktoren bei erhöhter Zinsvolatilität defensiver reagieren sollte.

EM-Risikoprämien mit nur marginaler Veränderung



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 22.08.2023

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



Kernsegmente



Staatsanleihen Untergewichten

- Sichere Staatsanleihen könnten weiterhin erhöhte Zinsvolatilität vorweisen. Da diverse Datenpunkte teilweise widersprüchliche Tendenzen der großen Volkswirtschaften unterstreichen, bleibt die Visibilität der weiteren Zinsentwicklung überschaubar.
- Der Markt preist entgegen der Kommunikation der Fed im kommenden Jahre Zinssenkungen. Der gestiegene Realzins von US Treasuries lastet aktuell gewissermaßen auf der relativen Attraktivität von deutschen Bundespapieren.



Unternehmensanleihen Übergewichten

- Die Laufzeitenkurve von Risikoaufschlägen hat sich zuletzt versteilert. Wir gehen dazu über Spread-Duration im mittleren Laufzeitenspektrum aufzubauen, insbesondere dort wo die Risikoaufschläge verhältnismäßig attraktiv erscheinen.
- Finanzanleihen bieten weiterhin eine Überrendite gegenüber Nicht-Finanzanleihen und weisen zudem bessere Unternehmenskennzahlen aus. Wir präferieren diese daher nach wie vor.



Weitere Segmente



Schwellenländeranleihen Übergewichten

- Schwellenländeranleihen litten zuletzt wegen erhöhter Volatilität der Zinsen von entwickelten Ländern. Dennoch bleiben Anleihen in Lokalwährung weiterhin attraktiv, da es zuletzt netto mehr Zinssenkungen als Zinserhöhungen von EM-Zentralbanken (z.B. Brasilien und Chile) gab.
- In Hartwährung erscheinen Staatsanleihen aktuell weniger attraktiv als Unternehmensanleihen. Einerseits sind Staatsanleihen zunehmend teuer gepreist, andererseits bieten technische Faktoren dem Unternehmensanleihen-segment zukünftig Rückenwind.



Hochzinsanleihen Übergewichten



- Nach sehr starker Spread-getriebener Performance weiteten sich Risikoaufschläge zuletzt etwas aus. Finanzanleihen litten aufgrund starker fundamentalen Kennzahlen weniger; wir sehen das Segment weiterhin konstruktiv.
- Unser Fokus liegt in der Anleiheselektion auf Geschäftsmodellen, welche robust gegenüber einer möglichen Rezession und ansteigenden Finanzierungskosten sind.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	22.08.2023	31.12.2023		30.06.2024	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	5,25-5,50	5,25-5,50	5,55	5,00-5,25	4,90
10J US-Rendite	4,33	4,25	3,86	4,25	3,67
Eurozone					
Leitzins	4,25	4,50	4,35	4,50	4,15
10J Bund-Rendite	2,64	2,70	2,31	2,80	2,19
Großbritannien					
Leitzins	5,25	5,50	5,60	5,00	5,30
10J Gilts-Rendite	4,64	4,50	4,09	4,30	3,77

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 22.08.2023

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

Aufwärtspotenzial von hieraus begrenzt

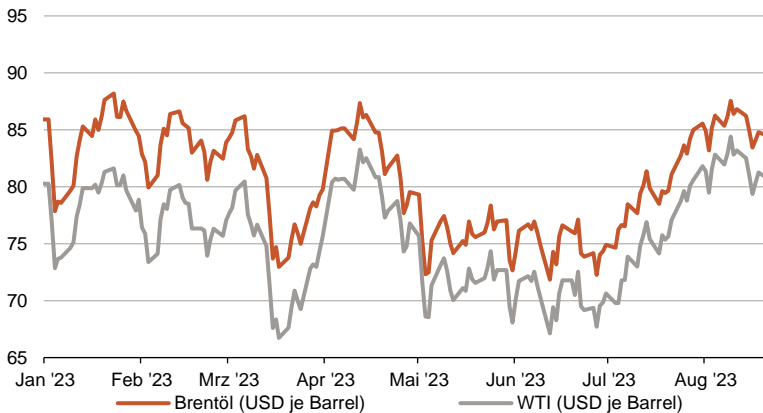


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Die Gegenwinde für den Ölpreis nehmen zu

- Nachdem der Ölpreis im Juli noch fast 15% zulegte und Anfang August mit 88 US-Dollar je Barrel den höchsten Stand seit 7 Monaten erreichte, gab er zuletzt wieder etwas nach. Auch wenn die Sonderkürzungen Saudi-Arabiens i.H.v. 1 mbpd noch bis Ende September wirken und eine Verlängerung wahrscheinlich scheint, haben dennoch die Gegenwinde über die letzten Wochen zugenommen.
- Auf der Angebotsseite scheint der Iran trotz US-Sanktionen immer mehr Öl zu exportieren und gleichzeitig scheinen sich beide Staaten hinter verschlossenen Türen diplomatisch anzunähern. Hinzukommt, dass Nachbar Irak und die Türkei noch im Streit um Ölexporte aus der semi-autonomen kurdischen Region liegen, sodass der Irak die Pipeline mit einer Kapazität von 500 kbpd im März kurzerhand schloss. Aber auch hier wurden die diplomatischen Gespräche jüngst wieder aufgenommen.
- Der Nachfrageausblick ist ebenfalls etwas weniger positiv als noch zu Beginn von H2. Die Reisesaison geht im September in die letzten Zügen, die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe ist weiter rückläufig und die Schwäche Chinas hält an. Der CEO einer der größten chinesischen Ölfirmen sagte jüngst, dass der Kraftstoffverbrauch seinen Höhepunkt dieses Jahr wahrscheinlich schon gesehen hat. Insgesamt scheint das weitere Aufwärtspotenzial trotz restriktiver OPEC von hieraus damit begrenzt. Kurzfristiges Überraschungspotenzial bietet wie jeden September die Hurrikansaison in den USA.

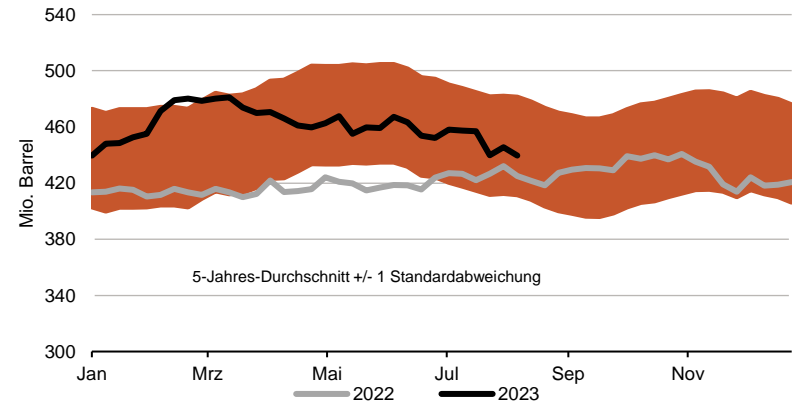
Ölpreisrallye hat zuletzt an Schwung verloren



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2023 – 22.08.2023

Saisonalität fallender Lagerbestände neigt sich dem Ende



Quelle: Bloomberg, DOE, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2018 – 22.08.2023

Edel- und Industriemetalle

Gold leidet unter starkem Realzinsanstieg

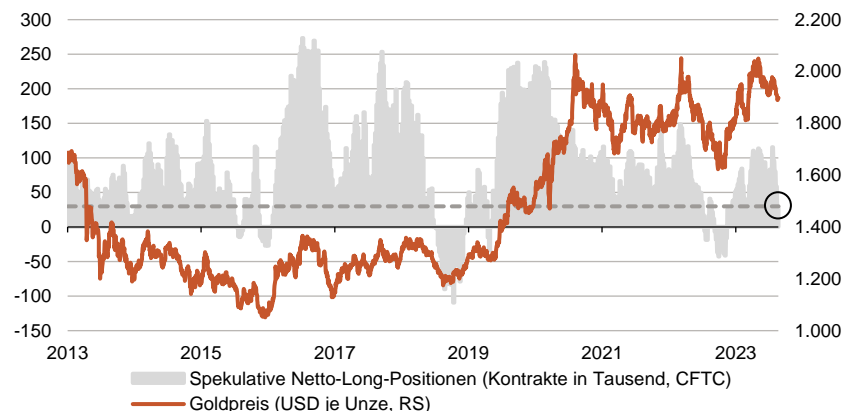


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold leidet unter starkem Realzinsanstieg

- Gold fiel im August erstmals seit März dieses Jahres unter die Marke von 1.900 USD je Unze. Gegenwind kam dabei aus allen Richtungen. Zum einen stiegen die Realzinsen von 10J-TIPS erstmals seit 2009 auf 2%. Die hohen Opportunitätskosten lasten auf Gold. Und zum anderen erstarkte mit den gestiegenen Zinsen auch der US-Dollar.
- Die Abflüsse aus Gold-ETFs halten an und auch spekulative Anleger haben ihre Future-Positionierung deutlich reduziert. Noch sind sie nicht netto-short, aber in der Vergangenheit war dies oft ein gutes Kaufsignal. Konsolidiert der Realzins, böten sich dann attraktive Einstiegskurse bei Gold.

Spekulative Anleger nicht weit entfernt von netto-short

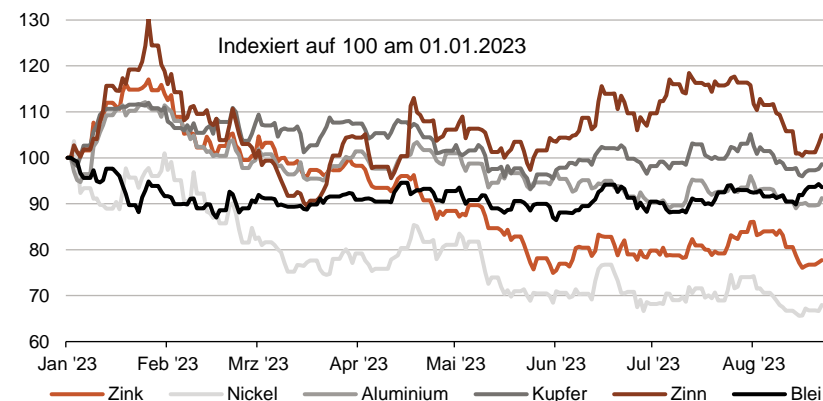


Zeitraum: 01.01.2013 – 22.08.2023

Welle an negativen Nachrichten für Industriemetalle

- Industriemetalle gaben im August etwa 5% nach. Auf Sicht der letzten drei Monate schwanken sie allerdings immer noch seitwärts.
- Dass China überraschenderweise die Zinsen gesenkt hat, wurde von Anlegern eher als Zeichen der anhaltenden Schwäche des Immobiliensektors interpretiert. Die PMIs des verarbeitenden Gewerbes in Europa haben zwar positiv überrascht, notieren aber durch die Bank weg weiter deutlich unter der Marke von 50.
- Angesichts der Welle an negativen Nachrichten schlugen sich Industriemetalle noch wacker, denn sie preisen bereits einen Konjunkturabschwung und gleichzeitig sind die Lagerbestände weiter historisch sehr niedrig.

Industriemetalle mit Stagnation über die letzten Monate



Zeitraum: 01.01.2023 – 22.08.2023



06

Währungen

Marktentwicklung

Geld & Währung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

EUR/USD: Wieder leichte Vorteile für den Dollar

- Der Wechselkurs EUR/USD ist wieder bis zur Marke von 1,08 gesunken. Bei der US-Konjunktur sieht es inzwischen nach einer weichen Landung aus. Dadurch sinkt für die US-Notenbank Fed die Notwendigkeit, die Konjunktur im kommenden Jahr durch deutliche Zinssenkungen zu beleben. Damit wird es für die Eurozone schwerer, den Zinsruckstand aufzuholen.
- Es bleibt aber dabei, dass sowohl die Fed als auch die EZB ihre weitere Politik datenabhängig gestalten wollen und neuen Konjunkturdaten größere Bedeutung zukommt. Die Kurse können kurzfristig also immer wieder schwanken.

Wechselkurs EUR/USD



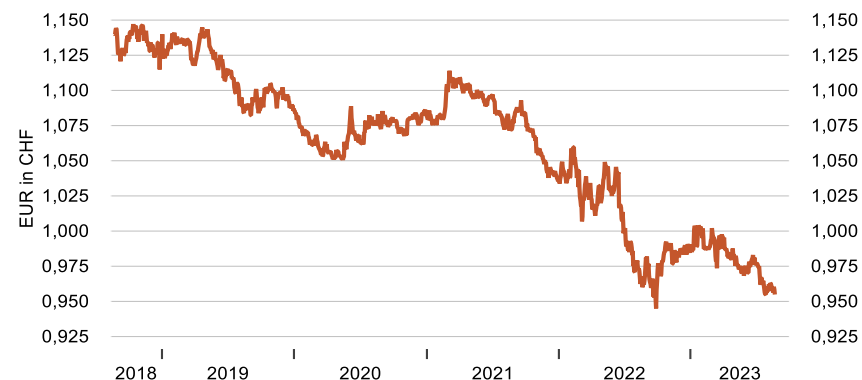
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2018 – 08/2023

Konjunktur schwächt den Euro-Ausblick

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

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Macrobond


Zeitraum: 08/2018 – 08/2023

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

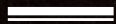
	22.08.2023	31.12.2023		30.06.2024	
	Aktuell		Ø*		Ø*
Wechselkursprognosen					
EUR/USD	1,08	1,12	1,12	1,15	1,13
EUR/GBP	0,85	0,85	0,87	0,85	0,88
EUR/CHF	0,95	1,00	0,99	1,00	1,01
EUR/JPY	158	162	151	163	148
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-3,2	-3,2	-5,7	-4,0
GBP	-	0,2	-2,1	0,2	-3,2
CHF	-	-4,5	-3,5	-4,5	-5,5
JPY	-	-2,3	4,8	-2,9	7,3

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 22.08.2023

*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

Ludwig Kemper, CFA

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Gerald Deutsch

Portfoliomanager Fixed Income Euro

Philina Kuhzarani

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Jörn Quitzau

Senior Economist

Kontakt

www.berenberg.de

MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de