



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Oktober | 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 29.09.2023



Inhaltsverzeichnis

| | | |
|-----------|---|----|
| 01 | Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Mehr Volatilität mit US-Wirtschaftsabschwächung - Anleihen vorerst gegenüber Aktien bevorzugt | 4 |
| 02 | Volkswirtschaft Den USA gelingt trotz straffer Geldpolitik die weiche Landung, Eurozonen-Konjunktur schwächelt | 9 |
| 03 | Aktien Erhöhte Gefahr für einen moderaten Rücksetzer | 14 |
| 04 | Anleihen Ein differenzierender Blick lohnt sich | 20 |
| 05 | Rohstoffe Rohstoffe sind und bleiben konjunkturabhängig | 25 |
| 06 | Währungen Die Aussichten für den Euro haben sich eingetrübt, das Aufwärtspotenzial ist vorerst begrenzt | 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



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

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

| | Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD) | | 12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre | | | | |
|--------------------------|------------------------------------|-----------------------------|---|----------|----------|----------|----------|
| | ■ 4W (28.08.23 - 25.09.23) | ■ YTD (30.12.22 - 25.09.23) | 25.09.22 | 25.09.21 | 25.09.20 | 25.09.19 | 25.09.18 |
| Brent | 12,4 | 15,3 | 12,0 | 66,9 | 87,3 | -39,3 | -13,5 |
| USD/EUR-Wechselkurs | 2,1 | 1,1 | -8,6 | 21,0 | -0,8 | -5,9 | 7,5 |
| Industriemetalle | 2,0 | -10,7 | -7,5 | 7,2 | 44,3 | -6,3 | 5,8 |
| Gold | 1,9 | 6,2 | 6,6 | 13,6 | -6,7 | 16,5 | 34,6 |
| Globale Wandelanleihen | 0,7 | 6,7 | -2,5 | -12,3 | 28,6 | 21,1 | 5,2 |
| Euro-Übernachteinlage | 0,3 | 2,2 | 2,5 | -0,5 | -0,6 | -0,5 | -0,4 |
| Aktien Industrienationen | 0,2 | 13,4 | 10,1 | -3,7 | 34,2 | 2,0 | 9,3 |
| Aktien Emerging Markets | 0,1 | 3,4 | -0,5 | -11,1 | 20,9 | 1,5 | 6,5 |
| EUR Unternehmensanleihen | -0,2 | 2,6 | 2,8 | -15,0 | 1,8 | 0,3 | 6,3 |
| EUR Staatsanleihen | -0,7 | 1,1 | -0,5 | -11,1 | -0,3 | 0,1 | 5,8 |
| Aktien Frontier Markets | -1,4 | 7,9 | -6,6 | -6,2 | 29,4 | -7,6 | 12,6 |
| REITs | -3,3 | -6,4 | -15,3 | -3,3 | 29,0 | -19,9 | 26,0 |

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

Quellen: Bloomberg, Berenberg

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

Zeitraum: 25.09.2018 – 25.09.2023

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- Deutschlands Konjunktur ist aus dem Tritt. Die konjunkturelle Wiederbelebung verschiebt sich ins zweite Halbjahr 2024.
- Den USA gelingt wohl eine weiche Konjunkturlandung. Macht die US-Notenbank noch einen letzten Zinsschritt?
- Der disinflationäre Prozess geht weiter. Die Zentralbanken sind nahe am Zinsgipfel oder bereits angekommen.

Aktien



- Warnende Frühindikatoren und höhere Zinsen, USD und Öl dürften Druck auf die optimistischen Gewinnschätzungen ausüben.
- Der sich verstärkende Liquiditätsentzug dürfte in den kommenden Monaten die Bewertungen deckeln.
- Erhöhte Rücksetzergefahr nach Seitwärtsmarkt in Q3. Abwärtspotenzial jedoch durch Vorsicht der Anleger begrenzt.

Anleihen



- Staatsanleihen hoher Bonität versprechen positive Erträge, in Lokalwährungen besonders im angelsächsischen Raum.
- Europäische Unternehmensanleihen mögen wir defensiv, am kurzen Ende bieten sichere Pfandbriefe ähnliche Renditen.
- In den Schwellenländern favorisieren wir das Lokalwährungssegment und sehen Unternehmenspapiere vorn.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Fundamentale Ausgangslage bei Öl dank OPEC-Kürzungen solide, aber Gegenwinde nehmen nach der starken Rallye zu.
- Gold trotz starkem Dollar und hohen Realzinsen. Für nachhaltiges Aufwärtspotenzial braucht es aber fallende Zinsen.
- Industriemetalle schwanken seitwärts. Steigende „grüne“ Nachfrage kompensiert teilweise Konjunkturschwäche in China.

Währungen



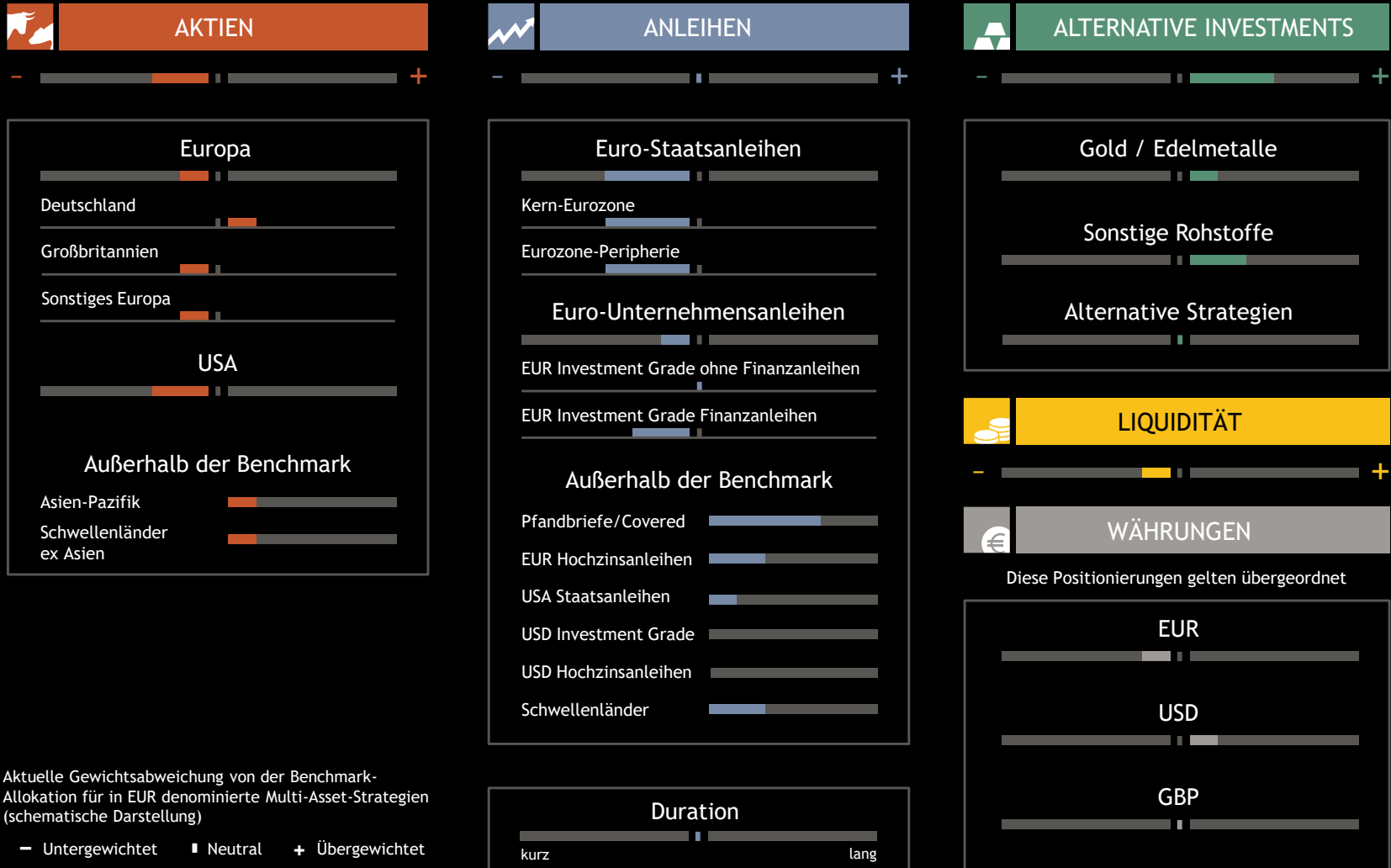
- Die schleppende Konjunktur belastet den Eurokurs. Vorerst ist das Aufwärtspotenzial sehr begrenzt.
- Die US-Konjunktur trotz der straffen Geldpolitik. Der US-Dollar profitiert und notiert auf erhöhtem Niveau.
- Das alte Lied beim Schweizer Franken: Er ist und bleibt stark. EUR/CHF inzwischen stabil unter der Parität.



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



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

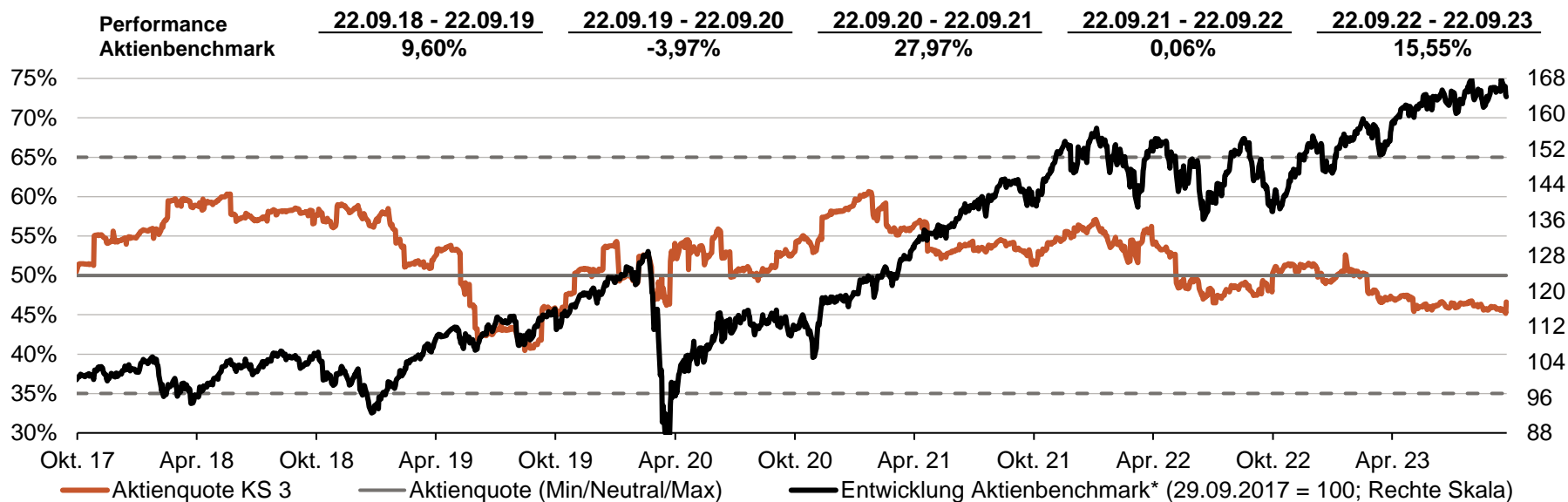
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3



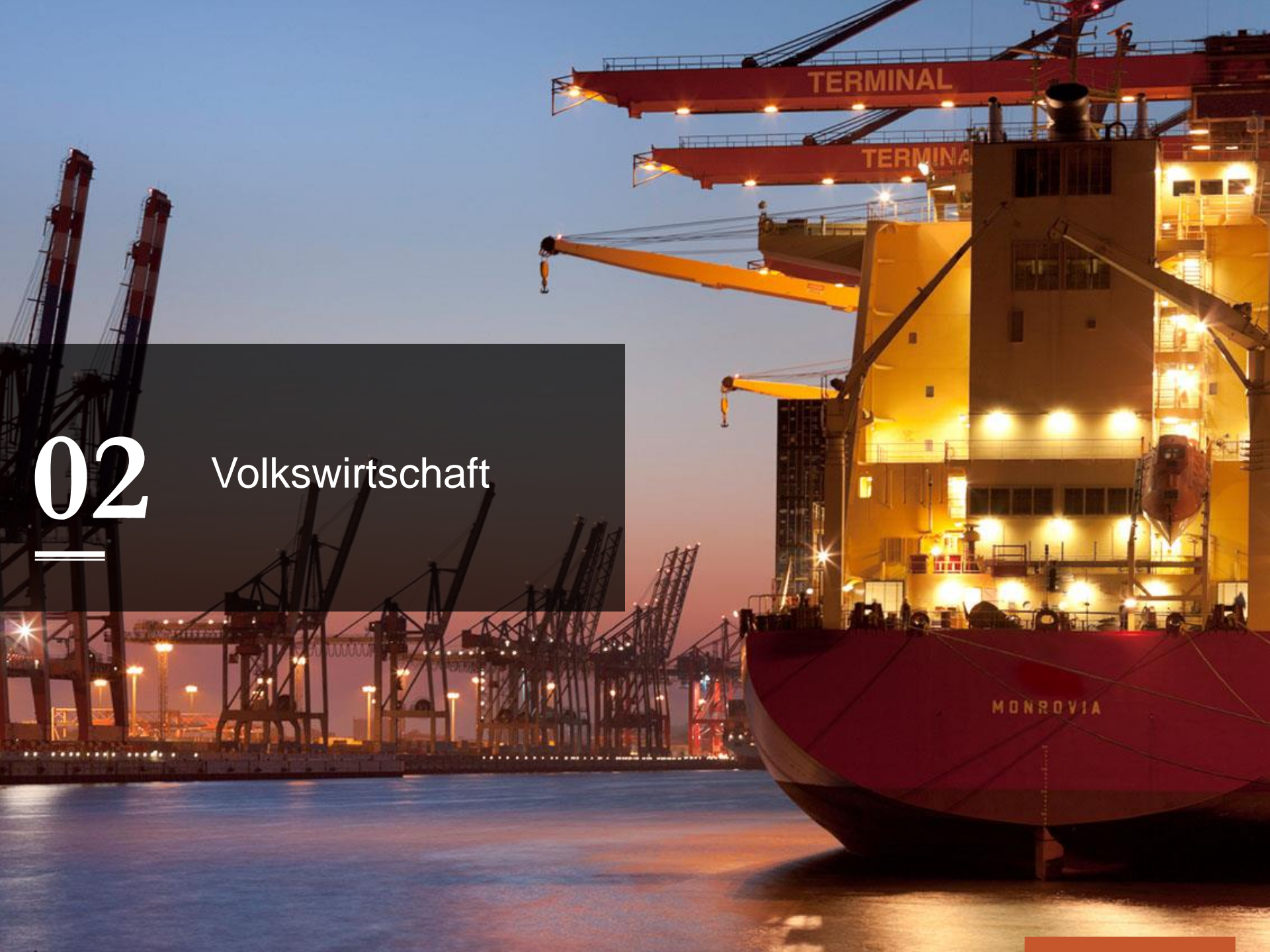
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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: 22.09.2018 – 22.09.2023
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir haben uns jüngst noch mal etwas defensiver aufgestellt und nach der jüngsten Rallye in zyklischen Rohstoffen etwas Gewinne mitgenommen. Zudem haben wir Gold leicht reduziert. Im Gegenzug haben wir US-Quasistaatsanleihen aufgrund des attraktiven Carrys aufgestockt. Damit haben wir den jüngsten Zinsanstieg genutzt, um Anleihen auf Portfolioebene etwas höher als neutral zu gewichten.
- Innerhalb von Aktien haben wir lateinamerikanische Aktien, die wir seit Anfang 2022 halten, reduziert. Lateinamerika hat nicht nur letztes, sondern auch dieses Jahr fast alle Aktienregionen hinter sich gelassen. Geholfen haben dabei auch wie von uns erwartet Währungsgewinne. Dieser Rückenwind dürfte in Zukunft geringer ausfallen. Stattdessen haben wir den FTSE 100 aufgestockt, der dieses Jahr underperformed hat. Der defensive Index ist eine gute, diversifizierende Ergänzung zu unserem Quality Growth Exposure.
- Wir bleiben balanciert und vorsichtig aufgestellt. Damit Aktien weiterlaufen, müssten die Unternehmensgewinne steigen. Eine weitere, starke Bewertungsausweitung, wie bis dato dieses Jahr gesehen, halten wir wegen der gestiegenen Realzinsen für unwahrscheinlich.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

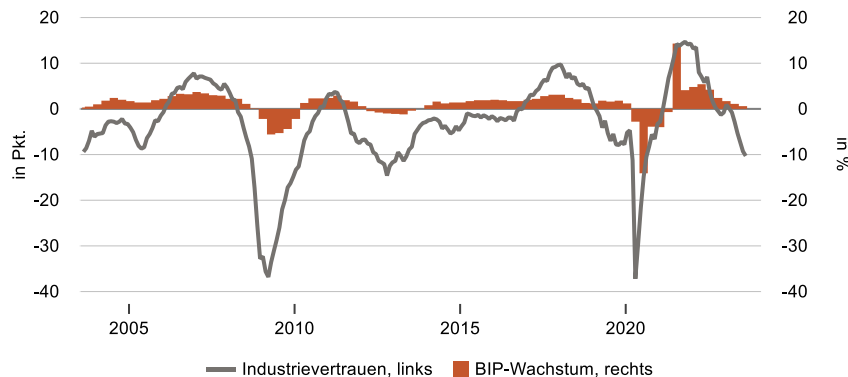
EZB hebt Zinsen trotz schwacher Konjunktur an

- Insgesamt haben sich die Aussichten eingetrübt. Für den Rest des Jahres 2023 erwarten wir in der Eurozone kein Wachstum mehr. Im Gesamtjahr 2023 dürfte das Wachstum bei 0,4 % liegen. Im kommenden Jahr könnte das Wachstum zumindest auf 0,8 % steigen.
- Trotz des schwierigen konjunkturellen Umfelds hat die Europäische Zentralbank die Leitzinsen vorletzte Woche um 25 Basispunkte erhöht. Der Einlagezins liegt nun bei 4,0 %. Es war die zehnte Zinserhöhung in Folge. Die Entscheidung fiel nicht einstimmig. Die EZB signalisierte, sie gehe davon aus, dass sie die Zinsen von nun an für einen längeren Zeitraum konstant halten wird.

Schwache Konjunkturaussichten

- Für die Wirtschaft bedeutet die zusätzliche Zinserhöhung ein gewisses Abwärtsrisiko. Ebenso ist es ein Risiko für unsere Einschätzung, dass die wirtschaftliche Erholung Anfang nächsten Jahres einsetzen und sich im nächsten Frühjahr beschleunigen wird.
- Während die EZB ihre Inflationsprognose für 2023 und 2024 vor allem wegen des Ölpreisanstiegs um 0,2 Prozentpunkte an hob, senkte sie ihre Prognosen für 2025, d. h. für den geldpolitisch relevanten mittelfristigen Zeitraum, von 2,2 % auf 2,1 %. Damit liegt die Prognose nur noch minimal über dem 2 %-Ziel.

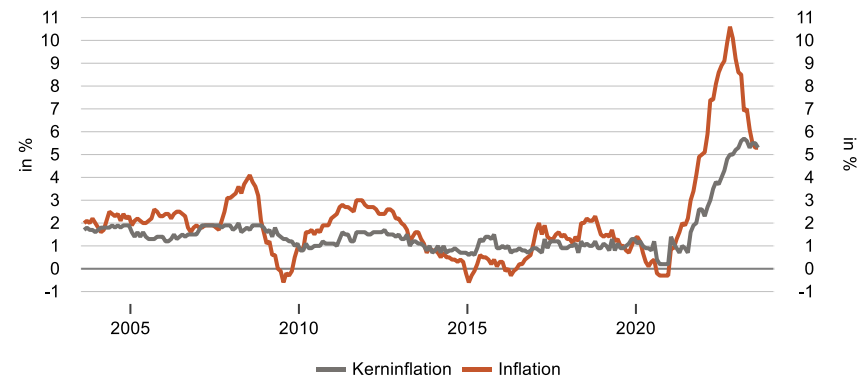
Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2003 – 08/2023

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2003 – 08/2023

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

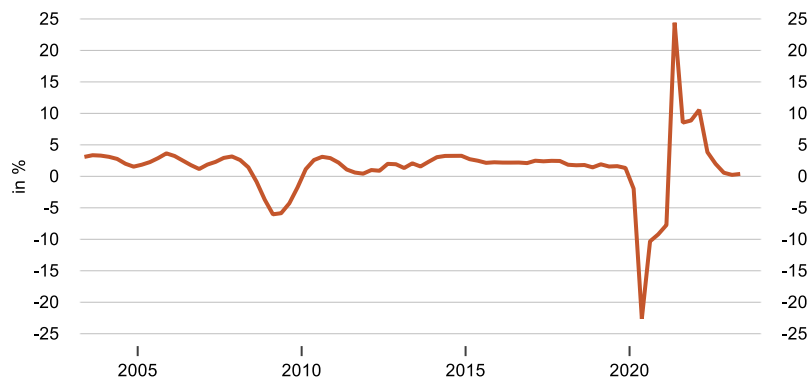
Überraschender Rückgang der Inflation

- Kleine Überraschung: Statt auf 7,0 % ggü. Vorjahr zu steigen (wie wir und der Konsens vorausgesagt hatten) verlangsamte sich der Preisauftrieb im August und ging auf 6,7 % zurück (von 6,8 % im Juli).
- Die Kerninflation, die die schwankungsanfälligen Energie- und Lebensmittelpreise ausschließt und somit den inländischen Inflationsdruck besser erfasst, überraschte sogar noch stärker als die Gesamtinflation. Die Kerninflation sank im August auf 6,2 % gegenüber 6,9 % im Juli und gegenüber den vom Konsens erwarteten 6,8 %. Die Inflationsdaten waren eine Steilvorlage für die Bank of England, den Leitzins nicht zu erhöhen.

Bank of England lässt Leitzins unverändert

- In einer sehr engen Entscheidung stimmte der neunköpfige geldpolitische Ausschuss der Bank of England (BoE) auf seiner September-Sitzung mit 5:4 Stimmen dafür, den Leitzins bei 5,25 % zu belassen.
- Obwohl wir mit einer letzten Anhebung durch die BoE gerechnet hatten, verringert das Innehalten jetzt das Risiko, dass die Währungshüter den Zinssatz zu stark anheben und das Vereinigte Königreich über den Winter in eine vermeidbare Rezession stürzt. Unserer Meinung nach war dies die richtige Entscheidung der Bank of England.

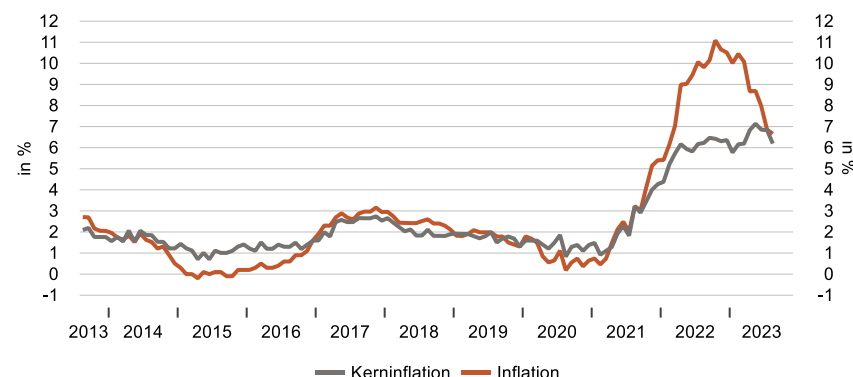
Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2013 – 08/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

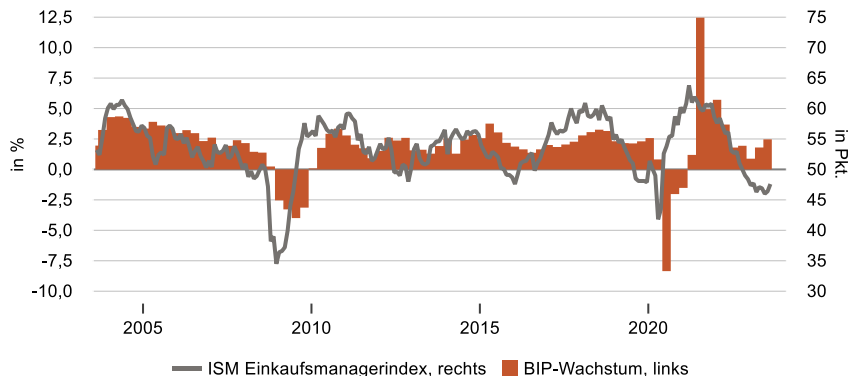


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Die Fed hält die Zinsen konstant

- Die Mitglieder des Offenmarktausschusses (FOMC) stimmten einstimmig dafür, die Zinssätze bei 5,25 bis 5,50 % zu belassen. Die eigentliche Bedeutung lag aber bei den aktualisierten Projektionen der Fed: Das BIP-Wachstum wird deutlich stärker erwartet, die Arbeitslosenquote deutlich niedriger und der Leitzins zum Jahresende 2024 und 2025 deutlich höher als bisher.
- Die Änderungen sind eine erhebliche Abweichung von den Projektionen der Fed vom Juni. Und obwohl Fed-Chef Powell dies in seiner Pressekonferenz bestritt, deuten die neuen Projektionen darauf hin, dass die meisten Fed-Mitglieder nun eine "weiche" oder "keine" Konjunkturlandung erwarten.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



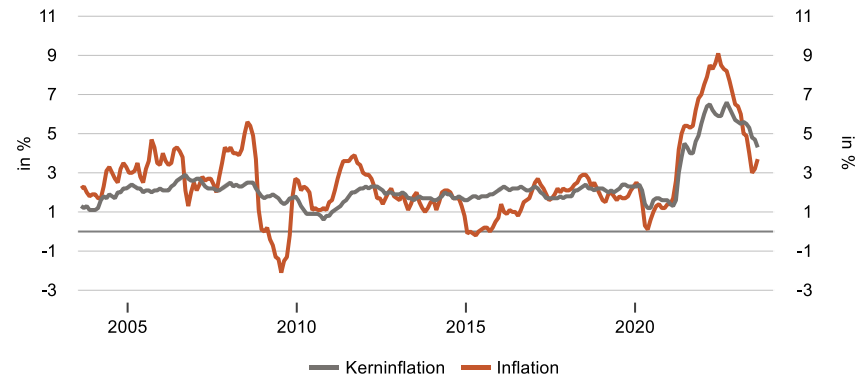
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2002 – 08/2023

Inflation: Gemischtes Bild

- Mit den neuen Fed-Projektionen ist die Wahrscheinlichkeit für eine weitere Zinserhöhung gestiegen. Dennoch denken wir weiterhin, dass die Fed mit größerer Wahrscheinlichkeit am Zinsgipfel angekommen ist.
- Die August-Inflationsdaten liefern ein gemischtes Bild. Die Inflationsrate („headline inflation“) stieg um 0,6 % ggü. dem Vormonat und um 3,7 % im Vorjahresvergleich. Damit beschleunigte sich der Preisauftrieb wieder. Im Juli lagen die Preise nur um 3,2 % über dem Vorjahresniveau. Die beschleunigte Inflation ist hauptsächlich auf höhere Energiepreise zurückzuführen. Die Kernrate der Inflation ist von 4,7 % auf 4,3 % ggü Vorjahr gesunken.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond







Zeitraum: 08/2003 – 08/2023

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.09.2023

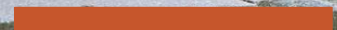
* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

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



03

Aktien



Marktentwicklung

Aktienrallye hat sich in Q3 nicht fortgesetzt

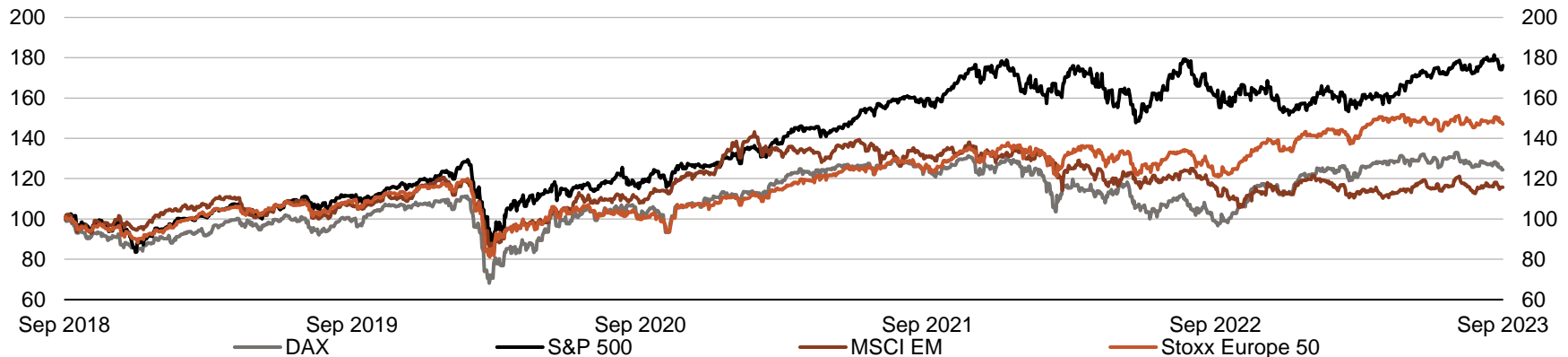


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Erhöhte Rücksetzergefahr in den nächsten Monaten

- Im dritten Quartal hat sich gezeigt, dass das Aufwärtspotenzial bei Aktien momentan begrenzt ist. Es ist bereits viel Positives eingepreist und viele Anleger haben sich nach der starken H1-Aktienmarktpformance in den Markt zwingen lassen, so dass es immer weniger inkrementelle Käufer gab. Die negativen Konjunkturüberraschungen in China und Europa haben zu einer Underperformance der lokalen Aktienmärkte geführt. US-Aktien hielten sich dank der KI-Begeisterung und bis dato robuster US-Konjunktur marginal besser – in Euro gerechnet profitierten sie zudem von der USD-Aufwertung in Q3.
- Die nach wie vor geringe Marktbreite signalisiert keine hohe Überzeugung der Anleger und mahnt neben der restriktiven Zentralbankpolitik und negativen Frühindikatoren für die Wirtschaft weiter zur Vorsicht. Innerhalb der Aktienregionen könnten China und Europa am positivsten überraschen. Bei beiden Regionen ist schon viel Negatives eingepreist. Die deutliche Outperformance von US-Aktien gegenüber europäischen Aktien seit Q2 2023 könnte zumindest pausieren. Jüngst haben die Wirtschaftsdaten in Europa negativer als in den USA überrascht, dies könnte sich umkehren – nicht zuletzt, weil Europa weniger Gegenwind durch die Währung und die gestiegenen Zinsen hat. Insgesamt erachten wir sowohl das Aufwärts- (fundamental) als auch das Abwärtspotenzial (viele diskretionäre Anleger erwarten einen Rücksetzer) für Aktien als begrenzt. Ein moderater Rücksetzer, gefolgt von einer volatilen Seitwärtsbewegung, scheint uns am wahrscheinlichsten.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 25.09.2018 – 25.09.2023

Unternehmensgewinne

Unrealistische Gewinnerwartungen für 2024



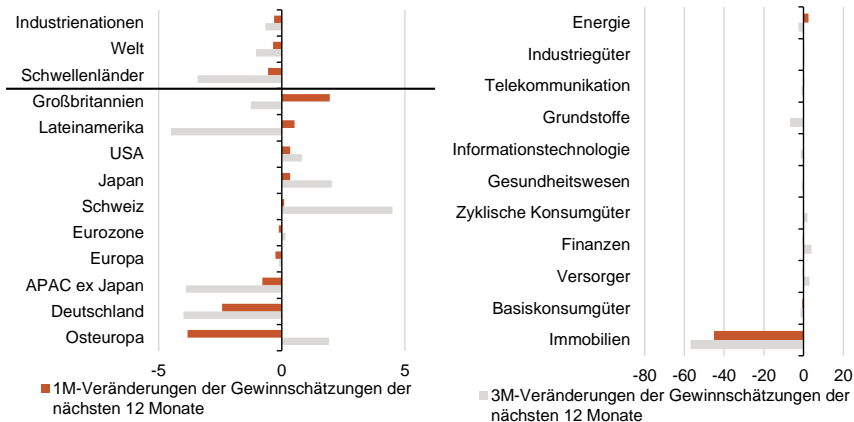
US-Unternehmen werden pessimistischer

- Während der Q2-Berichtssaison haben viele US-Einzelhändler einen negativen Ausblick gegeben. Die Wiederaufnahme der Zahlungen für Studentendarlehen im Oktober, die beginnende Abkühlung auf dem Arbeitsmarkt und die Aufzehrung der überschüssigen Ersparnisse aus der Pandemie stellen im weiteren Verlauf dieses Jahres erhebliche Abwärtsrisiken für die Verbraucher dar und dürften den privaten Verbrauch belasten.
- Bei den Gewinnschätzungen der Analysten scheint dies allerdings noch nicht angekommen zu sein. Der Konsens erwartet für 2024 ein Gewinnwachstum von knapp 10 % für die Industrienationen, getrieben vor allem durch eine Ausweitung der Gewinnmargen in den USA.

Erholung für Schwellenländer ab 2024

- Für die Schwellenländer geht der Konsens nach einer Gewinnrezession dieses Jahr von einer noch deutlicheren Erholung 2024 aus.
- Immer noch erhöhte Lohninflation und steigende Refinanzierungskosten der Unternehmen zusammen mit einer wohl rückläufigen Preissetzungsmacht aufgrund von Disinflation und bis dato das Ausbleiben einer starken China-Erholung dürften aber das Gewinnwachstum limitieren – vor allem für einen Großteil der zyklischen Unternehmen sowie für Nebenwerte. Es dürfte schwer für die Unternehmen werden, die optimistischen Prognosen 2024 nach oben zu übertreffen.

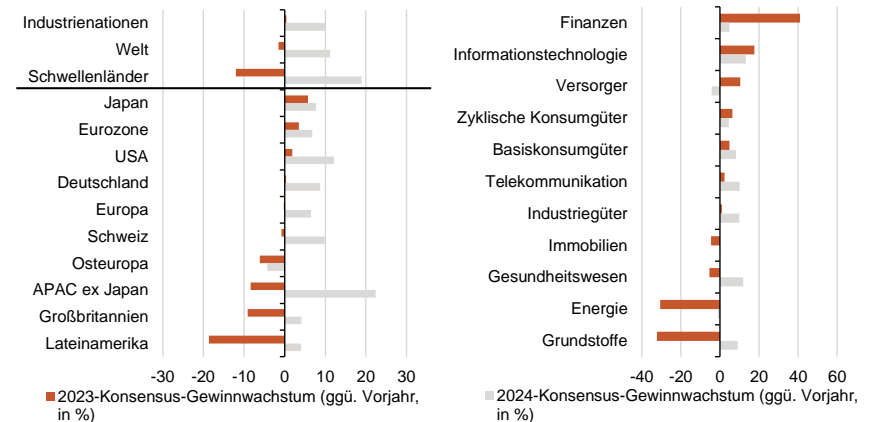
Negative Gewinnrevisionen vor allem in Schwellenländern



Quelle: FactSet, MSCI Europa Sektoren

Stand: 25.09.2023

Stärkstes Erholungspotenzial 2024 für Asien



Quelle: FactSet, MSCI Europa Sektoren

Stand: 25.09.2023

Bewertung & Positionierung

US-Aktien nahezu für Perfektion gepreist



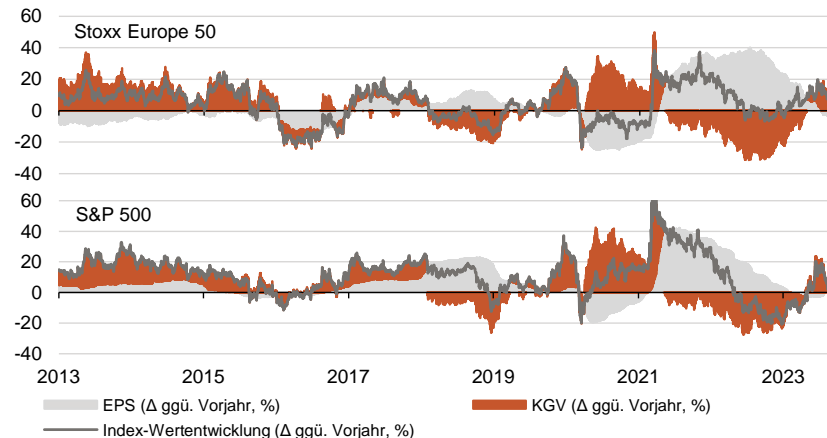
US-Bewertungsausweitung dieses Jahr trotz hoher Zinsen

- Trotz höherer Realzinsen und Liquiditätsentzugs kam es in diesem Jahr zu einer Bewertungsausweitung bei US-Aktien. Das Forward-KGV für den S&P 500 ist seit Jahresanfang von 17 auf zwischenzeitlich über 20 gestiegen, bei höheren 10J-Treasury-Renditen. Damit sind US-Aktien nun wieder im Vergleich zur eigenen Historie teuer bepreist.
- Andere Segmente wie beispielsweise europäische Aktien und Nebenwerte sind relativ günstig im Vergleich zur eigenen Historie bewertet.

Dreifachbelastung (USD, Zinsen, Öl) birgt Risiken

- Es gibt multiple Gründe für die gestiegene Bewertungsdiskrepanz zwischen den USA und dem Rest der Welt. Insbesondere US-Firmen dürften sich als KI-Profitere erweisen. Viele bewertungsinsensitive Strategien wie Systematiker, ETF-Sparpläne, Optionsinvestoren sowie Aktienrückkaufprogramme tummeln sich zudem vor allem in US-Aktien, unter anderem deswegen, weil die USA den größten und liquidesten Markt der Welt haben.
- Die Dreifachbelastung aus jüngster USD-Aufwertung, höheren Zinsen und Ölpreisen dürfte jedoch vermehrt Spuren in den USA hinterlassen. Zumal der andauernde Liquiditätsentzug für die Bewertungen nicht förderlich ist.

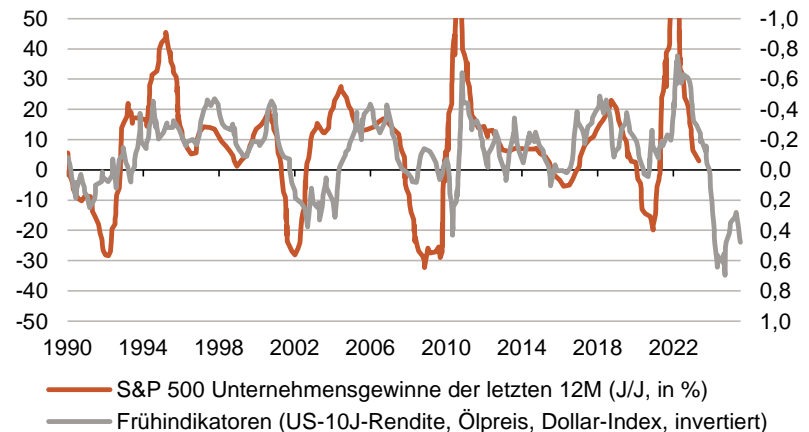
Bewertungen immer noch auf hohen Niveaus



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 25.09.2013 – 25.09.2023

Makro-Gegebenheiten für die (US)-Unternehmensgewinne



Quelle: TheFelderReport.com, Berenberg

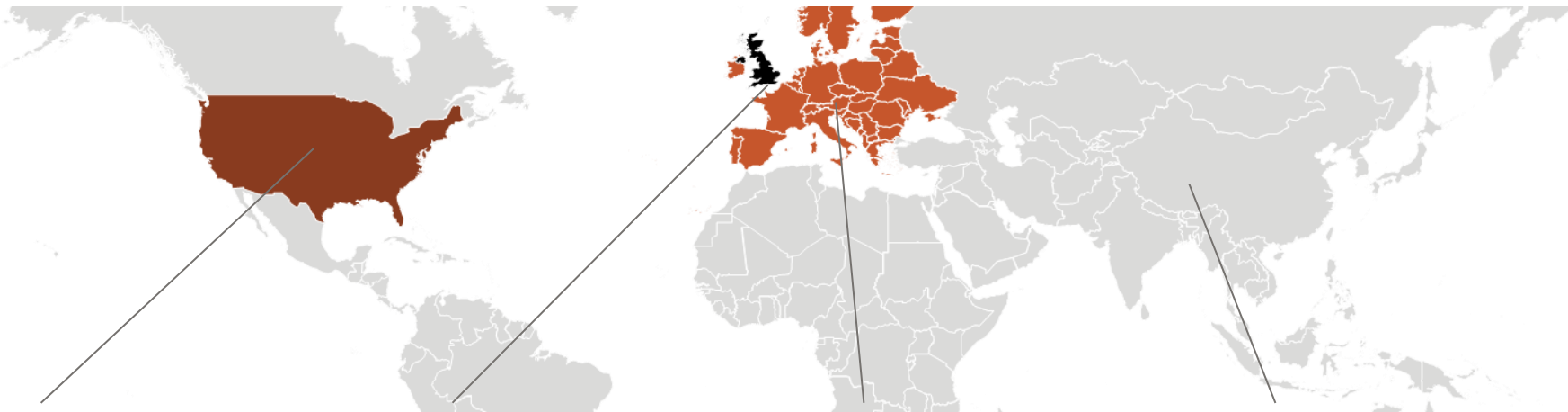
Zeitraum: 01.01.1990 – 31.08.2023

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. Nach der starken YTD-Performance haben wir taktisch einige Gewinne mitgenommen.
- 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 | 28.09.2023 | 30.06.2024 | 31.12.2024 | in 12 Monaten |
| S&P 500 | 4.300 | 4.600 | 4.750 | 5.131 |
| DAX | 15.324 | 17.300 | 18.000 | 19.548 |
| Euro Stoxx 50 | 4.162 | 4.700 | 4.800 | 5.068 |
| MSCI Großbritannien | 2.179 | 2.350 | 2.400 | 2.581 |
| Indexpotenzial (in %) | | | | |
| S&P 500 | - | 7,0 | 10,5 | 19,3 |
| DAX | - | 12,9 | 17,5 | 27,6 |
| Euro Stoxx 50 | - | 12,9 | 15,3 | 21,8 |
| MSCI Großbritannien | - | 7,8 | 10,1 | 18,4 |

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.09.2023

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

Blick voraus — Land in Sicht



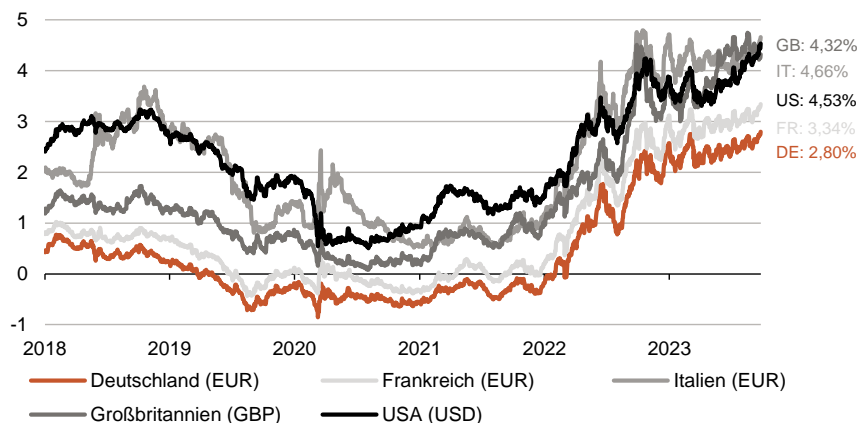
Höhere langfristige Realzinsen und Neuemissionsflut

- Auch im dritten Quartal stiegen die Renditen bonitätsstarker Staaten über weite Zeit, wobei sich im zehnjährigen Segment britische Gilts im Gegensatz zu deutschen und US-amerikanischen Papieren positiv entwickelten. Seit Jahresbeginn haben sie im Vergleich der drei Währungsräume dennoch am schwächsten abgeschnitten.
- Die Versteilerung der Renditestrukturkurven setzte sich aufgrund des deutlich stärkeren Anstiegs der Zinssätze am langen Ende als am kurzen Ende weiterhin fort, wobei die US-Staatspapiere aufgrund der Neuemissionsflut besonders unter Druck kamen.

Zentralbanken bleiben abwartend

- Die Europäische Zentralbank hob ihren Leitzins im Juli und im September um insgesamt 50, die US-Fed im Juli und die Bank of England im August um jeweils 25 Basispunkte an. In den USA und im Euroraum dürfte die Phase der Zinsanhebungen damit hinter uns liegen.
- Die Kombination aus erwarteten Renditebewegungen und laufender Verzinsung bietet eine insgesamt positive Ertragsperspektive. Trotz des höheren Angebots an US-Treasuries dürften dabei bis zur Jahresmitte 2024 in jeweiliger Lokalwährung US- und britische Staatspapiere die Nase gegenüber Bundesanleihen vorn haben.

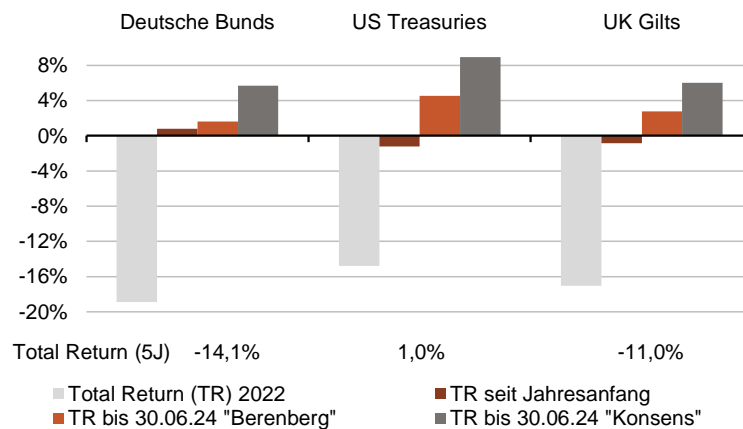
Höhere Realzinsen belasten die Staatsanleihen weiter



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 26.09.2023

Durchweg positive Ertragsperspektiven



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 22.09.2018 – 22.09.2023

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Gute Möglichkeiten mit differenzierendem Blick

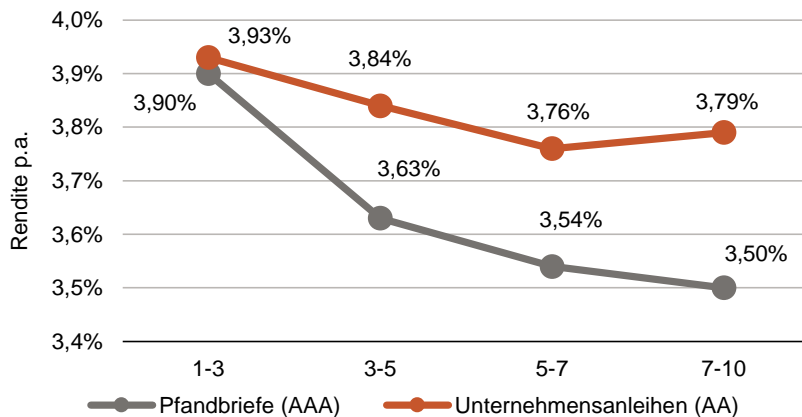


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Unternehmensanleihen: IG-Bereich weiterhin bevorzugt

- Trotz drohender Rezession und anhaltend hoher Inflation haben sich die riskanteren europäischen Hochzinsanleihen in diesem Jahr bisher deutlich besser entwickelt als Investmentgrade-Papiere. Ein Blick auf die Bewertung zeigt jedoch, dass die Risikoaufschläge im High-Yield-Segment im langfristigen Vergleich gerade noch fair erscheinen. Im Falle einer Rezession wären sie sogar als sehr ambitioniert einzuschätzen.
- Attraktiver hingegen zeigen sich die Risikoaufschläge im IG-Bereich. Bei Durchschnittsrenditen von ca. 4,4 % bevorzugen wir diese defensivere Variante von Unternehmensanleihen. Hier überzeugen die allermeisten Emittenten mit soliden Bilanzen und großzügigen Reserven.

Pfandbriefe und Unternehmenspapiere gleich rentierlich



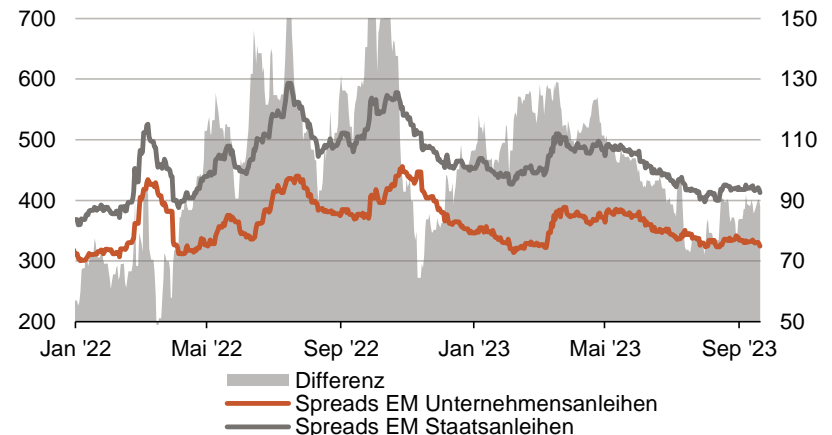
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Betrachtungszeitpunkt: 20.09.2023

Schwellenländer: Rückenwind für Unternehmensanleihen

- Obwohl sich die Risikoprämien von Staats- und Unternehmensanleihen aus Schwellenländern in Hartwährung zuletzt etwas ausgeweitet haben, befinden sie sich noch in der Nähe ihrer Jahrestiefststände. Derzeit wird die Gesamttrendite von Hartwährungsanleihen stärker von der Volatilität der US-Renditen als von Änderungen der Risikoaufschläge beeinflusst. Wir erwarten, dass die Aktivität an den Primärmärkten für Staatspapiere zunimmt.
- Auf der Unternehmensseite beobachten wir weiterhin ein begrenztes Neuangebot, wobei 2023 im Vergleich der letzten zehn Jahre das niedrigste Niveau monatlicher Emissionen verzeichnet. Dieser Umstand sollte Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen Rückenwind verleihen.

Verengte Spreaddifferenz seit dem Frühjahr



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2022 – 20.09.2023

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



Kernsegmente



Staatsanleihen Untergewichten

- Sichere Staatsanleihen könnten weiterhin erhöhte Zinsvolatilität aufweisen. Da diverse Datenpunkte teilweise widersprüchliche Tendenzen der großen Volkswirtschaften unterstreichen, bleibt die Visibilität der weiteren Zinsentwicklung überschaubar.
- Besicherte Pfandbriefe weisen ein ähnliches Kreditrisikoprofil auf, bieten aber eine höhere Rendite. Dieses Risiko-Ertragsprofil erscheint uns im Vergleich zu Staatsanleihen attraktiver.



Unternehmensanleihen Übergewichten

- Wir bevorzugen weiterhin den IG-Bereich von Unternehmensanleihen. Hier überzeugen die allermeisten Emittenten unverändert mit soliden Bilanzen und großzügigen Liquiditätsreserven. Bei der Sektorauswahl konzentrieren wir uns auf defensive Industrien und meiden zyklische.
- 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 sind wir zunehmend vorsichtig und nur noch sehr selektiv bei Hochzinsanleihen investiert.
- Lediglich Sonderthemen wie Finanznachträge sowie Katastrophenanleihen erachten wir weiter als attraktiv.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

| | 28.09.2023 | 30.06.2024 | | 31.12.2024 | |
|---|------------|---|------|---|------|
| Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %) | Aktuell |  | Ø* |  | Ø* |
| USA | | | | | |
| Leitzins | 5,25-5,5 | 5,00-5,25 | 5,10 | 4,25-4,50 | 4,25 |
| 10J US-Rendite | 4,58 | 4,30 | 3,73 | 4,30 | 3,59 |
| Eurozone | | | | | |
| Leitzins | 4,50 | 4,25 | 4,15 | 4,00 | 3,60 |
| 10J Bund-Rendite | 2,93 | 2,80 | 2,35 | 2,90 | 2,31 |
| Großbritannien | | | | | |
| Leitzins | 5,25 | 5,00 | 5,25 | 4,00 | 4,60 |
| 10J Gilts-Rendite | 4,48 | 4,30 | 3,82 | 4,20 | 3,63 |

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.09.2023

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

Von hier aus wird es schwieriger

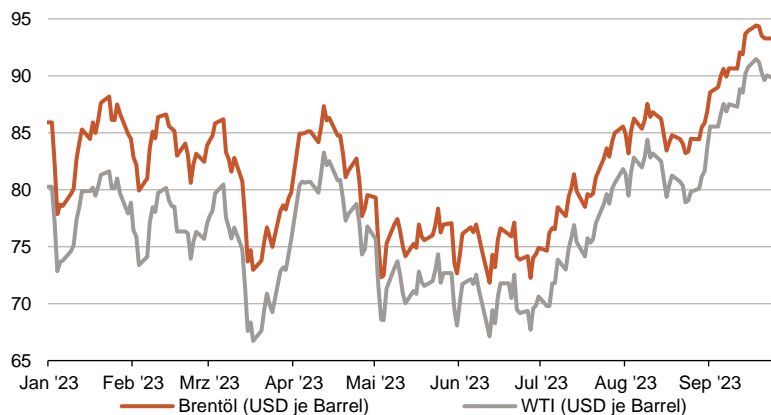


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Solide Ausgangslage, aber zunehmende Gegenwinde

- Rohöl setzte bis Mitte September seine Rallye seit Anfang der zweiten Jahreshälfte in unvermindertem Tempo fort. Seitdem verlor der Aufwärtstrend etwas an Schwung. Insbesondere die OPEC-Sitzung Anfang September sorgte noch einmal für kräftigen Rückenwind, denn Saudi-Arabien und Russland beschlossen ihre Sonderkürzungen i.H.v. 1mbpd bzw. 300kbpd bis zum Jahresende zu verlängern. Bei einem bestehenden Angebotsdefizit und bereits niedrigen Lagerbeständen ist die fundamentale Ausgangslage für die kommenden Monaten somit sehr gut.
- Allerdings fällt es schwer, weitere inkrementell positive Treiber zu finden. Auf der Nachfrageseite beginnt im Westen die schwache Herbstsaisonalität und in China hat sich ein Großteil der Nachholeffekte materialisiert. Auf der Angebotsseite hat die OPEC+ ihre Sonderkürzungen zwar verlängert, aber eine weitere Verknappung erscheint unwahrscheinlich. Zeitgleich steigen die Exporte aus dem Iran trotz US-Sanktionen, und sollte der Irak seinen Streit mit der Türkei um kurdische Ölexporte beilegen, dürften diese ebenfalls steigen. Außerdem haben spekulative Anleger im Zuge der Rallye und der gefallenen realisierten Volatilität deutliche Long-Positionen aufgebaut, was den Ölpreis tendenziell anfälliger macht. Insgesamt scheint das Aufwärtspotenzial von hier aus begrenzter, wenngleich das aktuelle Angebotsdefizit und die niedrigen Lagerbestände Abwärtsrisiken klar limitieren.

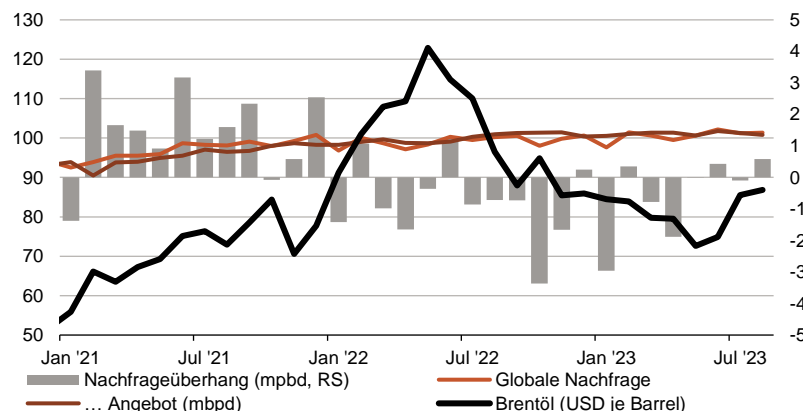
Fulminante Erholung seit Anfang H2



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2023 – 25.09.2023

Solide fundamentale Ausgangslage



Quelle: Bloomberg, EIA, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2021 – 31.08.2023

Edel- und Industriemetalle

Gold erstaunlich robust

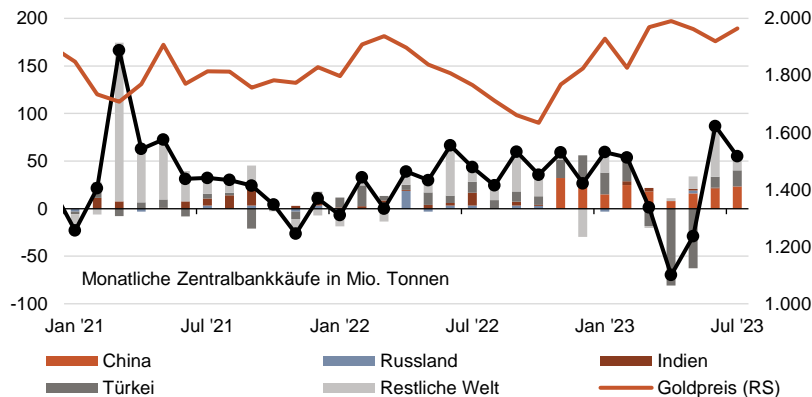


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Glanz des Goldes von Zentralbanken abhängig

- Gold schwankte im September volatil seitwärts oberhalb der Marke von 1.900 USD je Unze. Angesichts des erstarkten Dollars und Realzinsen jenseits der 2% hat sich das Edelmetall erstaunlich robust gehalten.
- Ausblickend hängt ein nachhaltiger Aufwärtstrend maßgeblich von den Entscheidungen der Zentralbanken ab. Bei einer Zinspause dürfte das fundamentale Aufwärtspotenzial vorerst begrenzt bleiben. Angesichts der bereits reduzierten Positionierung von ETF- und Future-Investoren und der massiven Goldkäufe durch Zentralbanken verschiedener Schwellenländer im Zuge der Dedollarisierung scheint Gold allerdings auch nicht anfällig für größere Rücksetzer.

Zentralbanken kaufen antizyklisch Gold



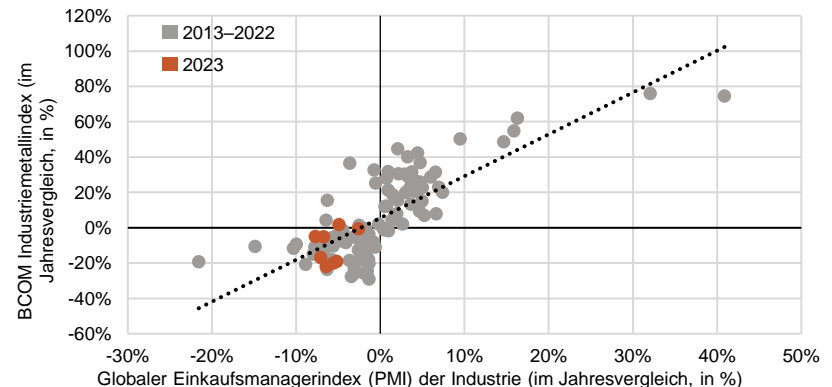
Quelle: World Gold Council, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2021 – 31.07.2023

Aufwärtspotenzial bei Metallen langfristig intakt

- Industriemetalle setzten im September ihre Seitwärtsbewegung weiter fort und sind damit seit Anfang der zweiten Jahreshälfte nahezu unverändert.
- Die Frage der Konjunkturrobustheit im Westen, aber vor allem die Ungewissheit zur chinesischen Wirtschaftserholung ließen die Metallmärkte zwischen Hoffnung und Enttäuschungen schwanken. Dabei gilt „Im Osten nichts Neues“: Große chinesische Konjunkturimpulse fehlen weiter. Kurzfristig bleibt Chinas Schwäche zwar ein Dorn im Auge, langfristig bietet der Dekarbonisierungstrend bei niedrigen Lagerbeständen aber fundamentales Aufwärtspotenzial.

Schwächelnde Industrie setzt Metalle unter Druck



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2017 – 31.08.2023



06

Währungen

Marktentwicklung

Geld & Währung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

EUR/USD: Zentralbanken stärken den US-Dollar

- Die Euro-Schwäche, die mit der EZB-Sitzung vorletzte Woche begann, hat sich in der vergangenen Woche fortgesetzt. Die Sitzung der US-Notenbank hat das Bild zugunsten des Dollars gefestigt. EUR/USD setzt sich vorerst zwischen 1,06 und 1,07 fest.
- In den letzten Wochen haben die US-Konjunkturdaten tendenziell positiv überrascht, während sich die Lage in der Eurozone als schwierig darstellt. Wenn es in den USA zu einer sanften Konjunkturlandung kommt (oder möglicherweise zu gar keiner Landung), dann hätte sich die Wirtschaft als sehr widerstandsfähig gegenüber der deutlich gestrafften Geldpolitik gezeigt.

Wechselkurs EUR/USD



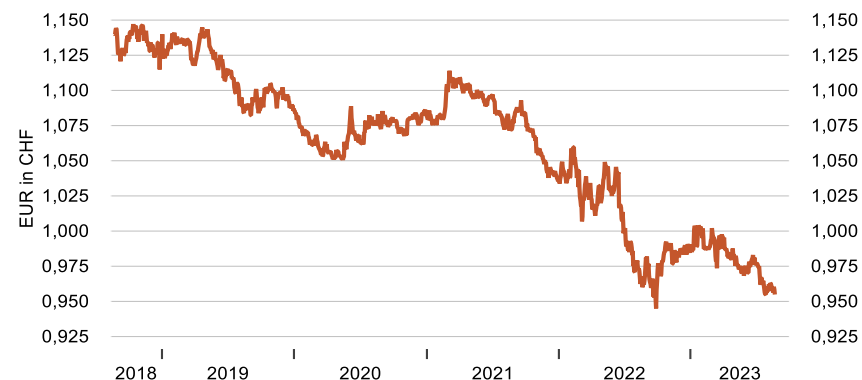
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2018 – 08/2023

Aufwärtspotenzial des Euro mittelfristig begrenzt

- So, wie sich der Konjunkturausblick für die Eurozone und für die USA darstellt, wird es der Eurozone schwerer fallen, den Zinsvorsprung der USA abzubauen. Wir sehen das Aufwärtspotenzial des Euro deshalb bis Jahresende (und darüber hinaus) als begrenzt an. Für Ende 2023 senken wir unsere EUR/USD-Prognose auf 1,08.
- Auch gegenüber dem Franken dürfte sich der Euro bis Jahresende schwer tun. Inzwischen hat sich der Wechselkurs deutlich unter der Parität eingerichtet – zwischen 0,95 und 0,97 Franken je Euro. Wir haben unsere Prognose von 1,00 auf 0,97 gesenkt.

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Macrobond



Zeitraum: 08/2018 – 08/2023

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

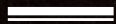
| | 28.09.2023 | 30.06.2024 | | 31.12.2024 | |
|------------------------------------|----------------|---|-----------|---|-----------|
| Wechselkursprognosen | Aktuell |  | Ø* |  | Ø* |
| EUR/USD | 1,06 | 1,12 | 1,12 | 1,15 | 1,14 |
| EUR/GBP | 0,87 | 0,86 | 0,87 | 0,85 | 0,87 |
| EUR/CHF | 0,97 | 0,98 | 0,98 | 0,98 | 1,00 |
| EUR/JPY | 158 | 159 | 151 | 161 | 148 |
| Veränderung zum Euro (in %) | | | | | |
| USD | - | -5,7 | -5,7 | -8,1 | -7,3 |
| GBP | - | 0,7 | -0,5 | 1,9 | -0,5 |
| CHF | - | -1,4 | -1,4 | -1,4 | -3,3 |
| JPY | - | -0,8 | 4,5 | -2,0 | 6,6 |

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.09.2023

*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

Philina Kuhzarani

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Konstantin Ignatov

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Jörn Quitzau

Senior Economist

Kontakt

www.berenberg.de

MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de