



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

November | 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 26.10.2023



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Defensive Aufstellung bei moderatem Aktienuntergewicht	4
02	Volkswirtschaft Zentralbanken wohl am Ende des Straffungszyklus, da die Inflationsraten spürbar sinken	9
03	Aktien Fundamentales Potenzial begrenzt, aber kleine Jahresendrallye zumindest technisch möglich	14
04	Anleihen Realzinsen auf Mehrjahreshochs. Die Fed bleibt abwartend, weitere Schritte sind auf dem Tisch	20
05	Rohstoffe Gold und Öl profitieren vom Konflikt im Nahen Osten, nur Industriemetalle leiden darunter	25
06	Währungen Die geopolitischen Spannungen führen zur Flucht in Sicherheit. Safe-Haven-Währungen profitieren	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 (27.09.23 - 25.10.23)	■ YTD (30.12.22 - 25.10.23)	25.10.22	25.10.21	25.10.20	25.10.19	25.10.18
			25.10.23	25.10.22	25.10.21	25.10.20	25.10.19
Gold	4,9	10,0	12,9	6,5	-2,9	18,1	25,4
Euro-Übernachteinlage	0,2	2,5	2,8	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4
EUR Staatsanleihen	0,1	1,0	-0,5	-10,7	-1,1	1,0	5,4
EUR Unternehmensanleihen	-0,1	2,3	3,9	-15,6	0,2	1,4	5,9
USD/EUR-Wechselkurs	-0,6	1,3	-5,7	16,5	2,2	-6,6	2,7
Industriemetalle	-1,8	-12,3	-6,5	-1,1	45,1	-2,6	4,9
Aktien Frontier Markets	-2,9	5,7	2,3	-18,6	33,0	-6,7	14,1
Aktien Industrienationen	-3,0	9,4	4,5	-4,9	34,5	3,9	16,1
Aktien Emerging Markets	-3,5	-0,3	5,4	-21,9	18,9	4,9	15,0
Brent	-3,8	14,3	3,4	59,1	118,9	-42,0	-11,5
Globale Wandelanleihen	-4,2	2,8	-5,1	-14,1	25,3	26,0	9,2
REITs	-5,0	-12,6	-15,1	-13,7	34,0	-19,7	24,0

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: 25.10.2018 – 25.10.2023

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- Deutschland hält die rote Konjunktur-Laterne. Konjunkturelle Wiederbelebung verschiebt sich ins zweite Halbjahr 2024.
- Den USA gelingt wohl eine weiche Konjunkturlandung. Die US-Notenbank verzichtet vorerst auf weitere Zinsschritte.
- Der disinflationäre Prozess geht weiter. Die Zentralbanken sind nahe am Zinsgipfel oder bereits dort angekommen.

Aktien



- Globale Aktienmärkte fielen zuletzt in der Breite. Defensive Aktien vor Zyklikern. Large Caps vor Small Caps.
- Bewertungen zuletzt gefallen, aber Gewinnschätzungen für 2024 weiter sehr ambitioniert. Fundamentales Potenzial begrenzt.
- Niedrige Aktienquoten diskretionärer und systematischer Anleger bieten zumindest Chance für kleine Jahresendrallye.

Anleihen



- Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen sind derzeit mit knapp 5% auf dem höchsten Stand seit 2007.
- Risikoaufschläge im IG-Bereich zeigen sich weiterhin attraktiv. Die Ausweitung bei den HY-Spreads hat begonnen.
- Die anhaltende Zinsvolatilität bei US-Staatsanleihen sowie die geopolitische Unsicherheit lasten auf Schwellenländeranleihen.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Öl trotz schwächerer Nachfrage dank der Eskalation im Nahen Osten. Kurzfristig Potenzial begrenzt, mittelfristig Angebot knapp.
- Auch Gold profitiert vom Israel-Hamas-Konflikt, obwohl die Zinsen weiter gestiegen sind. Erst bei Fed-Wende weiteres Potenzial.
- Nur Industriemetalle litten unter dem gesunkenen Risikoappetit. Nachfrage im Westen schwächelt, in China hingegen stabil.

Währungen



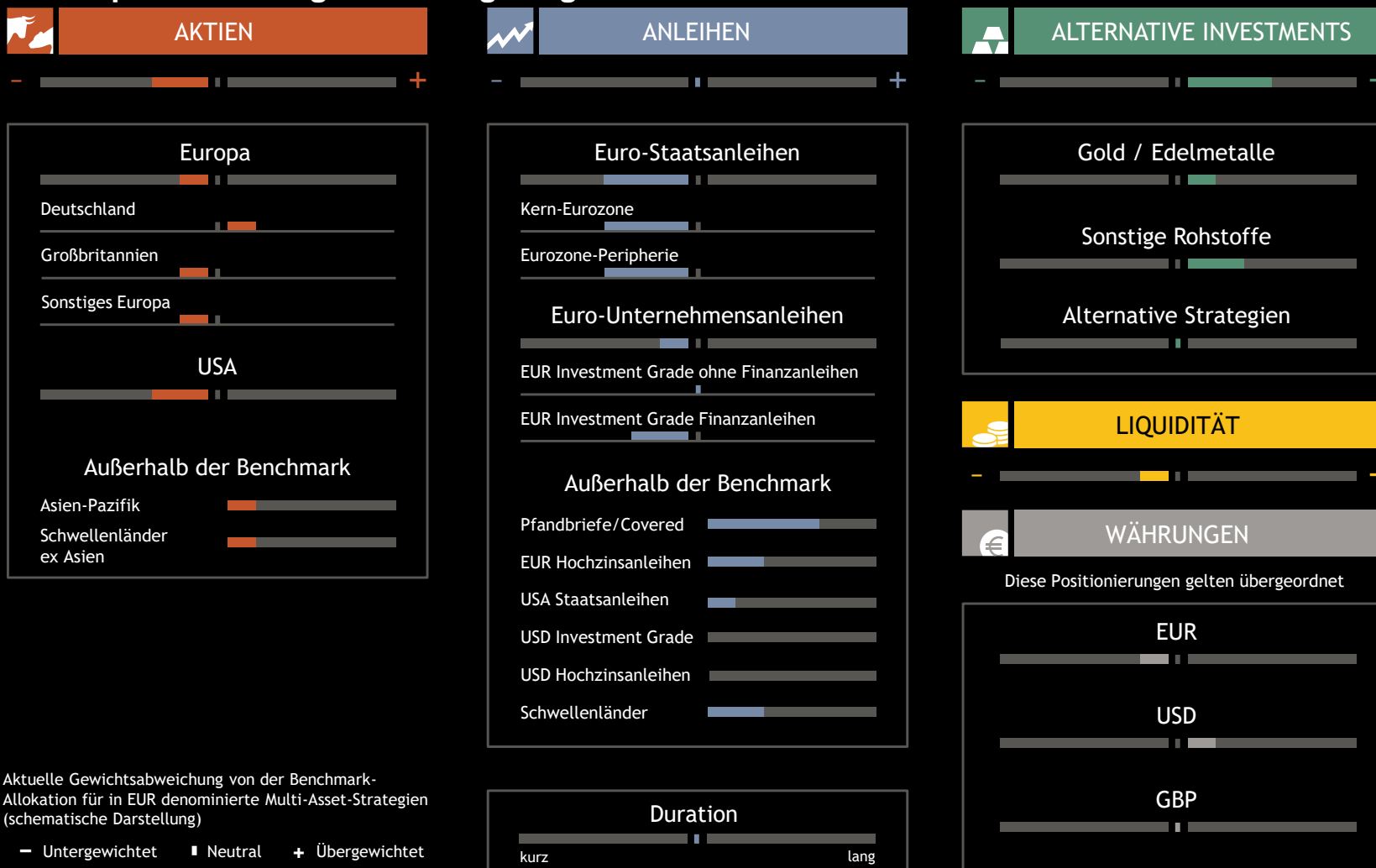
- Die schleppende Konjunktur belastet den Eurokurs. Vorerst bleibt das Aufwärtspotenzial sehr begrenzt.
- Die US-Konjunktur trotz der straffen Geldpolitik. Zudem ist der US-Dollar wegen der geopolitischen Risiken gefragt.
- Der Schweizer Franken profitiert aktuell noch mehr von den politischen Spannungen als der US-Dollar.



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

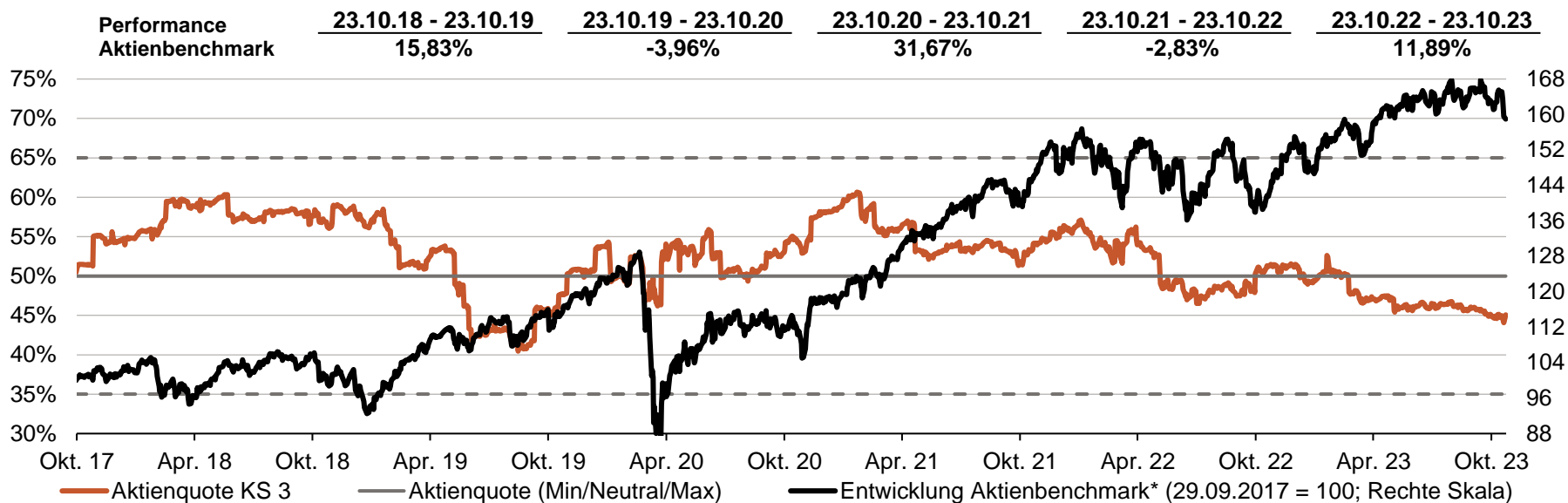
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3



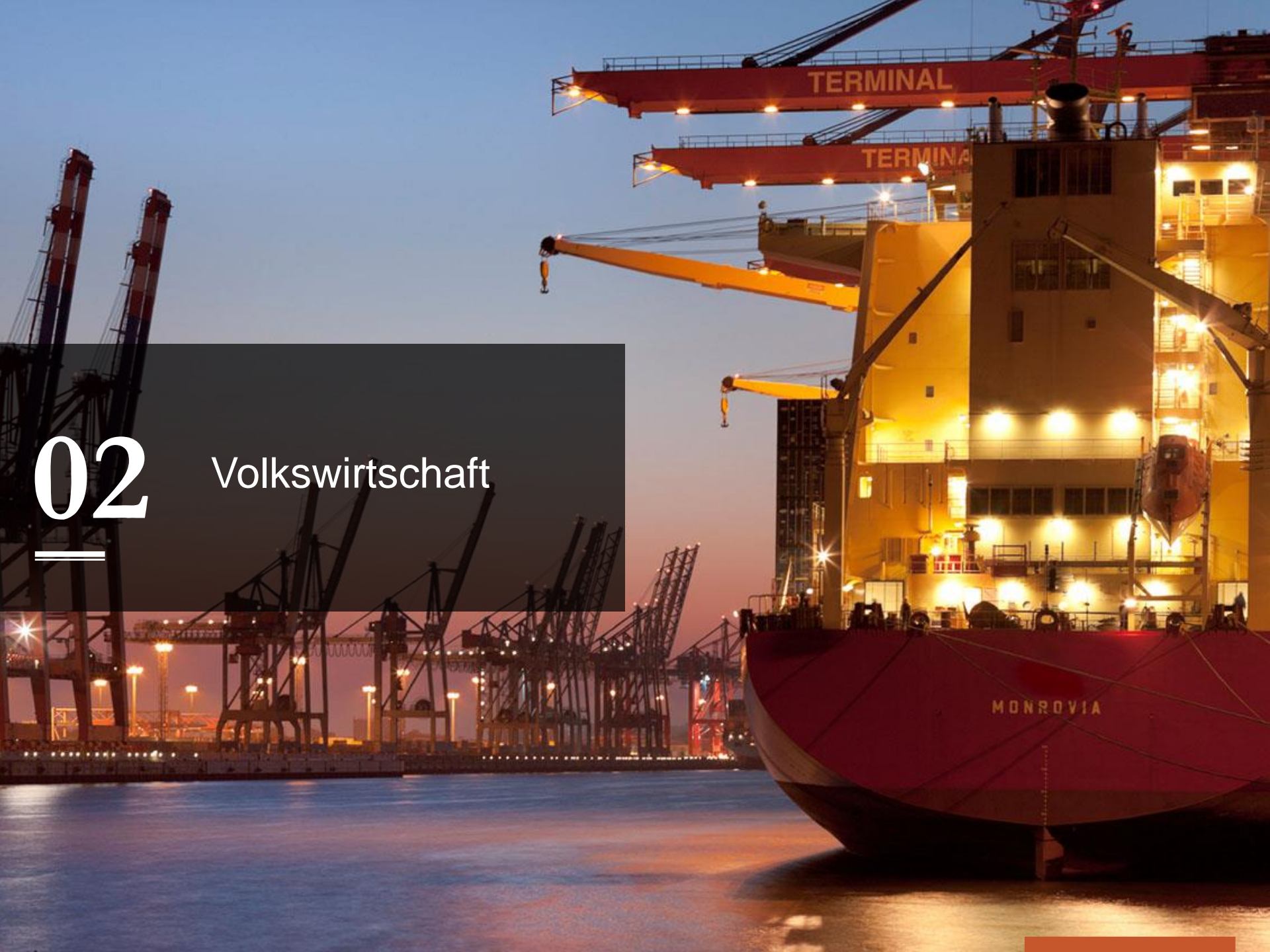
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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: 23.10.2018 – 23.10.2023
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- In den Vormonaten haben wir unser Portfolio an verschiedenen Stellen defensiver aufgestellt: Innerhalb von Aktien haben wir lateinamerikanische Aktien reduziert und dafür den FTSE 100 aufgestockt. Unsere Anleihequote haben wir durch den Kauf von US-Quasistaatsanleihen und vor allem Pfandbriefen erhöht. Und bei Alternativen Investments haben wir zyklische Rohstoffe reduziert.
- Daher und dank unserer weiter moderaten Aktienuntergewichtung sowie dem Tail-Hedge-Zertifikat haben wir zuletzt trotz der Eskalation zwischen Israel und der Hamas keine größeren Anpassungen vorgenommen. Unser Portfolio dürfte für konjunkturell bedingte Abwärtsrisiken gut aufgestellt sein. Aufgrund der hohen Zinsvolatilität halten wir es für zu früh, die Duration auf der Anleihe Seite ins Übergewicht zu nehmen und bleiben neutral positioniert. Lediglich bei unserer Steepener-Position haben wir erste Gewinne mitgenommen, nachdem sich die US-Zinskurve in der Spitze um fast 90Bp versteilerte.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

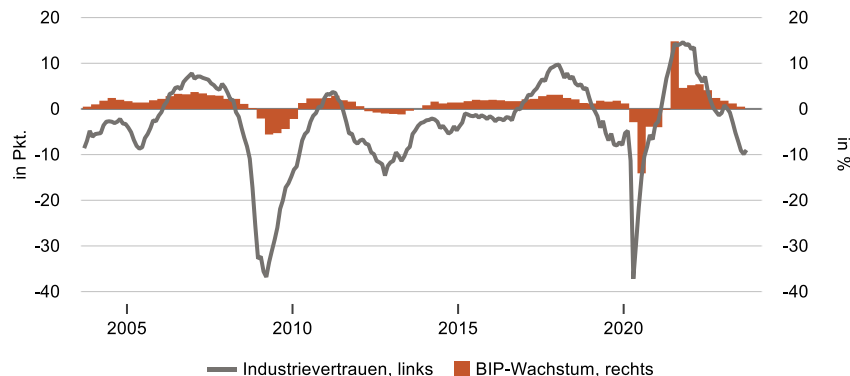


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Konjunkturelle Schwächephase

- Die konjunkturellen Aussichten haben sich eingetrübt. Für das vierte Quartal 2023 erwarten wir in der Eurozone allenfalls Stagnation. Im Gesamtjahr 2023 dürfte das Wachstum bei 0,5 % liegen. Im kommenden Jahr könnte das BIP um 0,8 % zulegen.
- Trotz des schwierigen konjunkturellen Umfelds hat die Europäische Zentralbank die Leitzinsen im September um 25 Basispunkte erhöht. Der Einlagezins liegt nun bei 4,0 %. Es war die zehnte Zinserhöhung in Folge. Die Leitzinsen dürften beginnend mit der EZB-Sitzung am 26. Oktober für einen längeren Zeitraum konstant bleiben.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



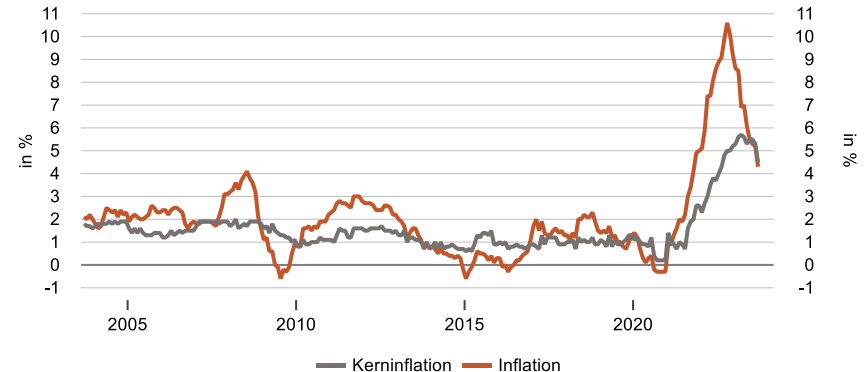
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2003 – 09/2023

Inflationsrate deutlich gesunken

- Seit ihrem Höchststand von 10,6 % im Oktober 2022 ist die Inflationsrate in der Eurozone fast so schnell gesunken wie sie zuvor gestiegen war. Im September erreichte sie 4,5 %. Nach einem voraussichtlich weiteren starken Rückgang in den Oktober-Daten (die am 31. Oktober veröffentlicht werden) wird der weitere Fortschritt wahrscheinlich langsamer ausfallen.
- Dennoch deuten die zugrunde liegenden Fundamentaldaten darauf hin, dass die Inflation weiter zurückgehen wird, bevor sie sich wahrscheinlich im zweiten Halbjahr 2024 bei etwa 2,5 % stabilisiert.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2003 – 09/2023

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

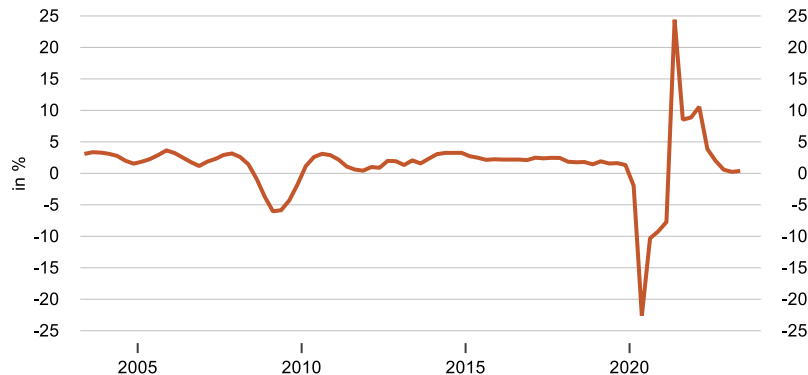


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Konjunktur ohne großen Schwung

- Die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs kämpfte Mitte des dritten Quartals weiter um ihren Schwung. Sie bleibt zwischen zwei ungewöhnlich großen Schocks gefangen: 1) Der abklingende angebotsseitige Schock auf den globalen Energiemärkten, der durch die russische Invasion in der Ukraine ausgelöst wurde und 2) die zunehmende nachfrageseitige Belastung durch die Straffung der Geldpolitik.
- Der vielbeachtete RICS-Wohnungsmarktbericht deutet auf einen weiteren starken Rückgang der Hauspreise hin. In unserem Basisszenario gehen wir von einem Rückgang der Hauspreise um 10 % vom Höchststand bis zum Tiefststand aus.

Großbritannien BIP-Wachstum (qgü. Vorjahr)



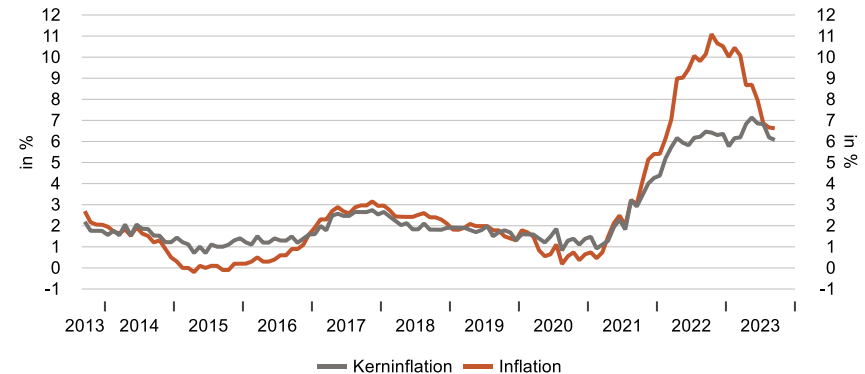
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

Disinflation erleichtert der Bank of England die Arbeit

- Die Inflationsdaten (überraschender Rückgang auf 6,7 %) waren eine Steilvorlage für die Bank of England, den Leitzins nicht zu erhöhen. 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, ist nun das Risiko gesunken, 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 Inflation (qgü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2013 – 09/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

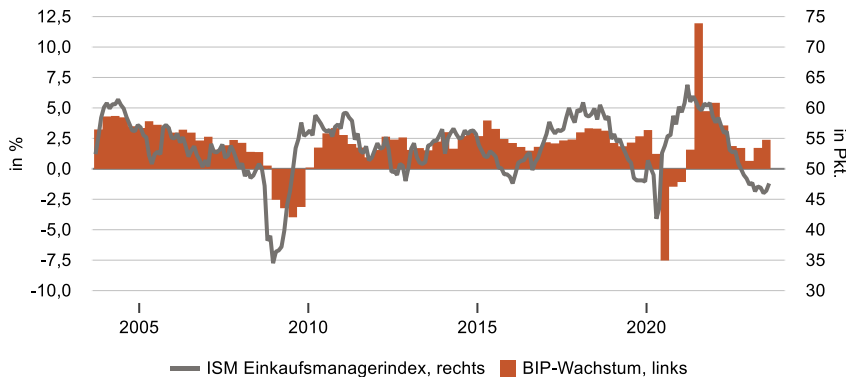


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Jerome Powell: Vorsichtiges Vorgehen erforderlich

- Während einer Rede wiederholte der Fed-Vorsitzende Jerome Powell viele der jüngsten öffentlichen Äußerungen seiner Zentralbankrats-Kollegen, indem er die Notwendigkeit eines "vorsichtigen Vorgehens" hervorhob. Er betonte, dass die Zinssätze erhöht bleiben müssen, und er bekräftigte die Verpflichtung der Fed, die Inflation auf 2 % zurückzuführen.
- Powell deutete an, dass das hohe Tempo der bisherigen Straffung noch erheblich nachwirken könnte. Zudem sagte der Fed-Vorsitzende, dass der starke Anstieg der längerfristigen Marktzinsen die Notwendigkeit für weitere Zinserhöhungen seitens der Fed verringern könnte.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



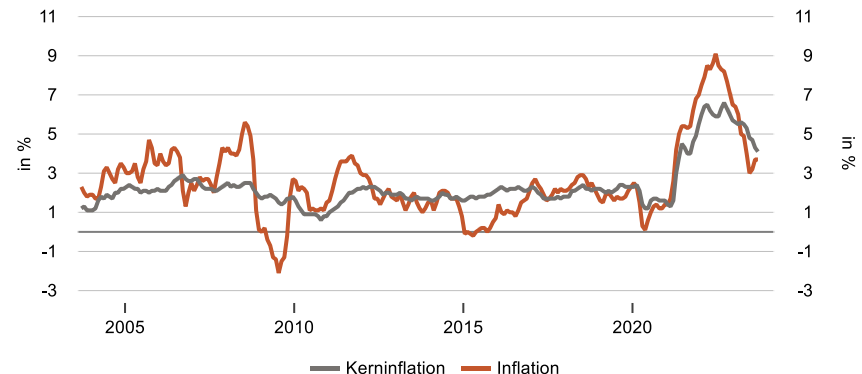
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2002 – 09/2023

Fed verzichtet bei nächster Sitzung wohl auf Zinsschritt

- Wir gehen davon aus, dass die Fed die Zinssätze auf ihrer Sitzung am 31. Oktober/1. November beibehalten wird, auch wenn die Risiken für weitere Zinserhöhungen zu einem späteren Zeitpunkt im Dezember oder zu Beginn des nächsten Jahres weiterhin überwiegen. Powell betonte die Notwendigkeit, die Risiken einer Unter- und Überstraffung abzuwägen.
- Er wies auch auf die geopolitischen Spannungen als wichtiges Risiko für die globale Konjunktur hin. Die Risiken einer Eskalation im Nahen Osten stellen einen weiteren Faktor dar, der die Fed im November im Zweifel zu einem zurückhaltenden Vorgehen veranlassen wird.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond







Zeitraum: 09/2003 – 09/2023

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.10.2023

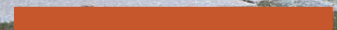
* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

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



03

Aktien



Marktentwicklung

Aktienmärkte treten auf der Stelle

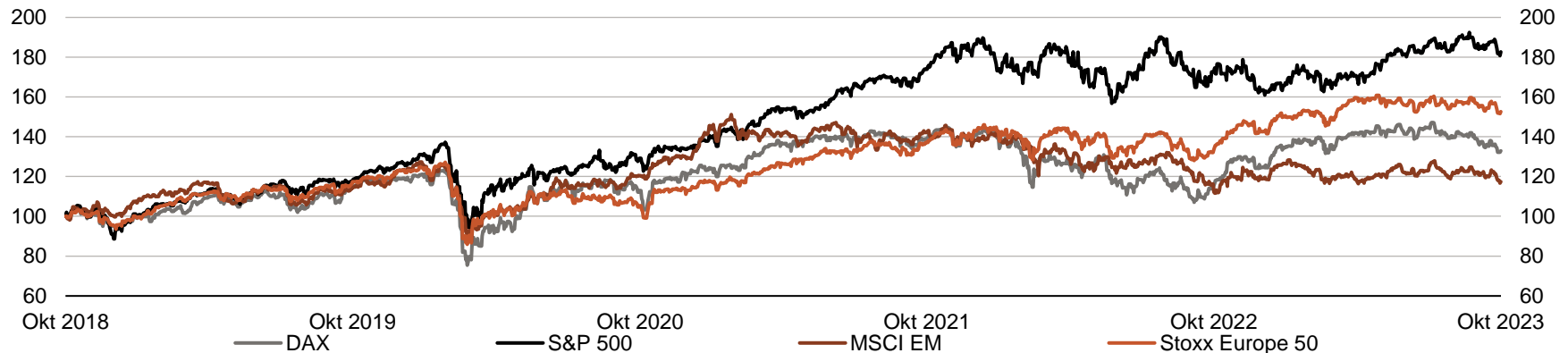


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Fundamental wenig Gründe für Euphorie, aber Jahresendrallye technisch möglich

- Die Aktienmärkte haben über den letzten Monat in der Breite nachgegeben, wobei US-Aktien ihre europäischen Pendant outperformten. In Europa verbuchten nur der IT- und der Energiesektor wirklich Gewinne. Ansonsten entwickelten sich Zyklischer merklich schlechter als defensive Aktien und Small Caps performen weiter deutlich schlechter als Large Caps.
- Die höheren Realzinsen in Kombination mit Konjunktursorgen deckeln das Aufwärtspotenzial für die Aktienmärkte, zumal auch die erwarteten Unternehmensgewinne trotz robuster als erwarteter US-Wirtschaft tendenziell reduziert und nicht angehoben werden. Zusätzlich belasten nun auch die vielfältigen geopolitischen Spannungen den Risikoappetit der Anleger und haben das Potenzial für größere Disruptionen, wenngleich dies nicht unser Basisszenario ist.
- Zeitgleich ist die US-Konjunktur weiterhin robust und die Unterstützung durch nicht-fundamentale ETF-Sparpläne hält an – und dürfte solange andauern, bis die US-Arbeitslosigkeit ansteigt und weniger Geld in die Altersvorsorge fließt. Ansonsten dürfte die Positionierung bei den diskretionären sowie systematischen Anlegern im Aktienbereich tendenziell neutral sein. Nach den gefallen Kursen und nun auch in den USA wieder niedrigeren Bewertungen ist damit die Ausgangslage für eine potenzielle (kleine) Jahresendrallye trotz eher trübem fundamentalem Ausblick etwas besser als noch vor einigen Wochen.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 24.10.2018 – 24.10.2023

Unternehmensgewinne

Erholung auf globaler Ebene in 2024 erwartet



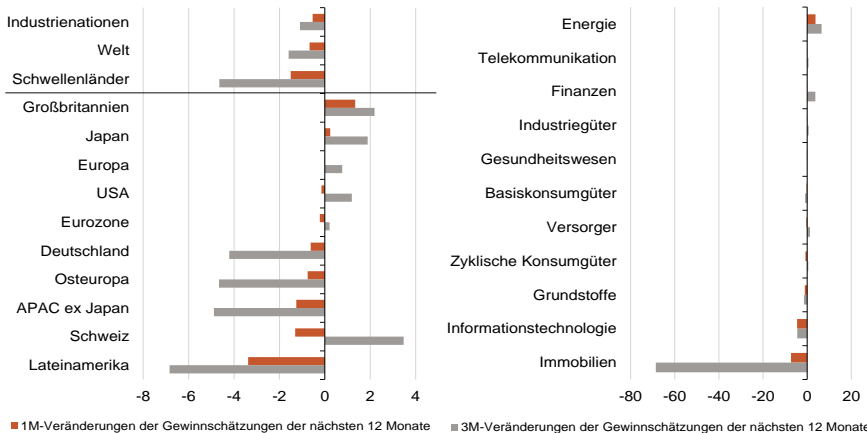
Großbritannien als Profiteur des Rohstoffpreisanstiegs vorn

- Die Unsicherheit hinsichtlich der geopolitischen Spannungen sowie weiterhin steigende Realzinsen lasten auf Gewinn-schätzungen der Analysten. Regional sah außer Japan vor allem Großbritannien positive Gewinnrevisionen, während Deutschland, Asien und Lateinamerika fallende Gewinnprognosen verzeichneten. Großbritannien profitiert aufgrund seiner Index-Sektorstruktur überproportional von steigenden Zinsen und Rohstoffpreisen.
- Die Besorgnis über die Rolle des Irans im Konflikt im Nahen Osten und die damit verbundenen Folgen für das Rohölangebot trieben die Ölpreise wieder in die Höhe. So überrascht es nicht, dass auf Sektorebene lediglich Energieaktien positive Anpassungen der Gewinnschätzungen erfuhren.

Erholung für Industrienation und Schwellenländer in 2024

- Die höheren Realzinsen gepaart mit den Konjunktursorgen deckeln für dieses Jahr das Gewinnwachstum bei Industrienationen. Für die Schwellenländer rechnen die Analysten mit einem deutlichen Gewinnrückgang, mehrheitlich getrieben durch Asien und Lateinamerika.
- Für nächstes Jahr bleiben die Analysten allerdings weiter äußerst optimistisch – mehr als 10 % erwartetes Gewinnwachstum auf globaler Ebene. Am stärksten wird die Erholung in der APAC-Region sowie in den Schwellenländern mit knapp 20 % erwartet. Die USA runden die Top drei mit einem erwarteten Gewinnwachstum von über 10 % für 2024 ab. Diese hohen Erwartungen bieten Enttäuschungspotenzial.

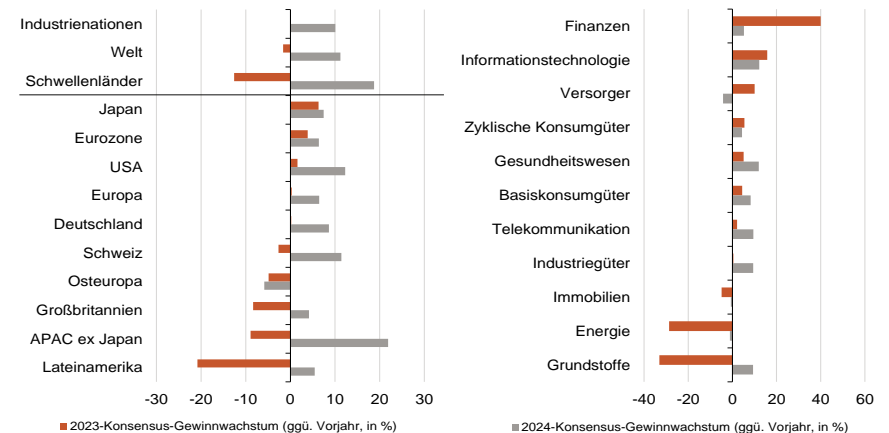
Negative Gewinnrevisionen auch in Industrienationen



Quelle: FactSet, MSCI Europa Sektoren

Stand: 20.10.2023

Starke Erholung für Schwellenländer 2024 erwartet



Quelle: FactSet, MSCI Europa Sektoren

Stand: 20.10.2023

Bewertung & Positionierung

US-Aktien nahe dem historischen Durchschnitt



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

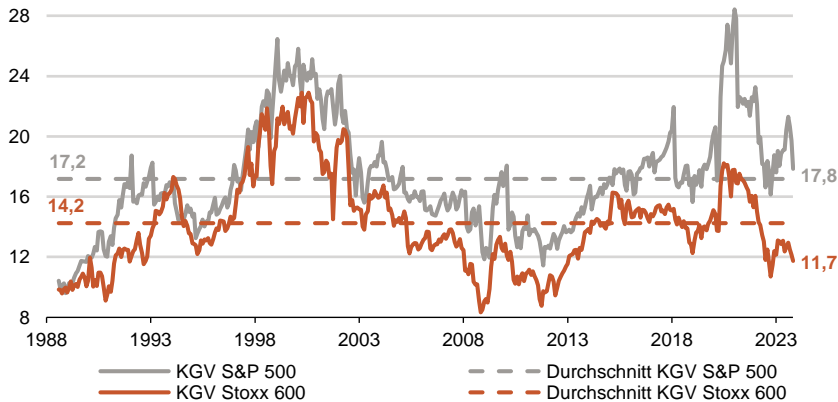
Geopolitische Risiken und Realzinsanstieg lasten auf Aktien

- Der starke Realzinsanstieg hat nun doch seine Spuren bei den Aktienbewertungen hinterlassen. Auch die Besorgnis über die Ausweitung des Konfliktes im Nahen Osten lastete auf den Aktien auf beiden Seiten des Atlantiks. Infolgedessen hat es eine starke Deflation bei den Bewertungen gegeben – die US-Aktien sind trotzdem weiter leicht über dem historischen Durchschnitt seit 35 Jahren bewertet.
- Schwache Wirtschaftsdaten, die tendenziell höhere Konjunkturabhängigkeit sowie die größere Nähe zu geopolitischen Konflikten belasteten besonders europäische Aktien. Damit sind die europäischen Aktien nun so günstig bewertet wie zuletzt Ende letzten Jahres oder Anfang 2013.

Technische Ausgangslage für (kleine) Jahresendrallye

- Das kurzfristige Momentum bei US-Aktien, insbesondere das 3M-Momentum, ist mittlerweile deutlich negativ. CTAs dürften damit ihre Aktienquoten bereits erheblich reduziert haben. Gleichzeitig sind in den letzten Wochen die realisierte und die implizite Volatilität gestiegen, sodass auch risikobasierte Anlagestrategien ihr Aktienexposure reduziert haben dürften.
- Aber auch diskretionäre Investoren dürften vorsichtig positioniert sein, wie die jüngste Umfrage der AAIL und andere Fund-Manager-Surveys zeigen. Aus technischer Sicht gibt es also Potenzial für steigende Aktienquoten. Lediglich die jüngst unterschrittene 200-Tagelinie mahnt zur Vorsicht.

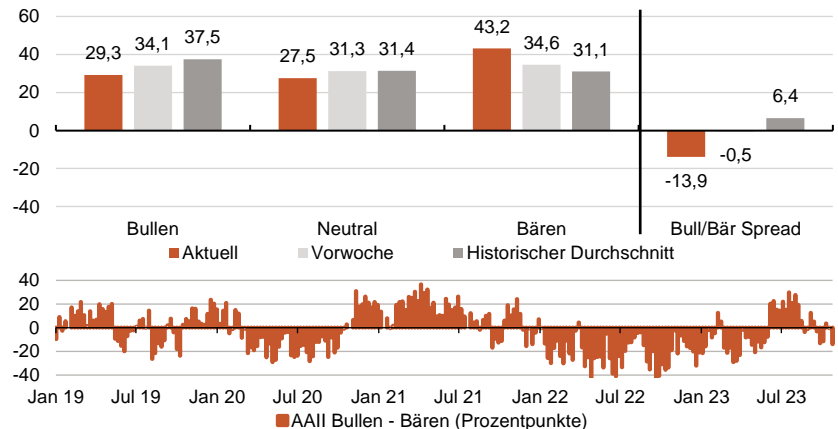
Bewertungen zuletzt stark gesunken



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 31.12.1987 – 24.10.2023

Schwankender Pessimismus bei US-Privatanlegern



Quelle: AAIL, eigene Berechnungen

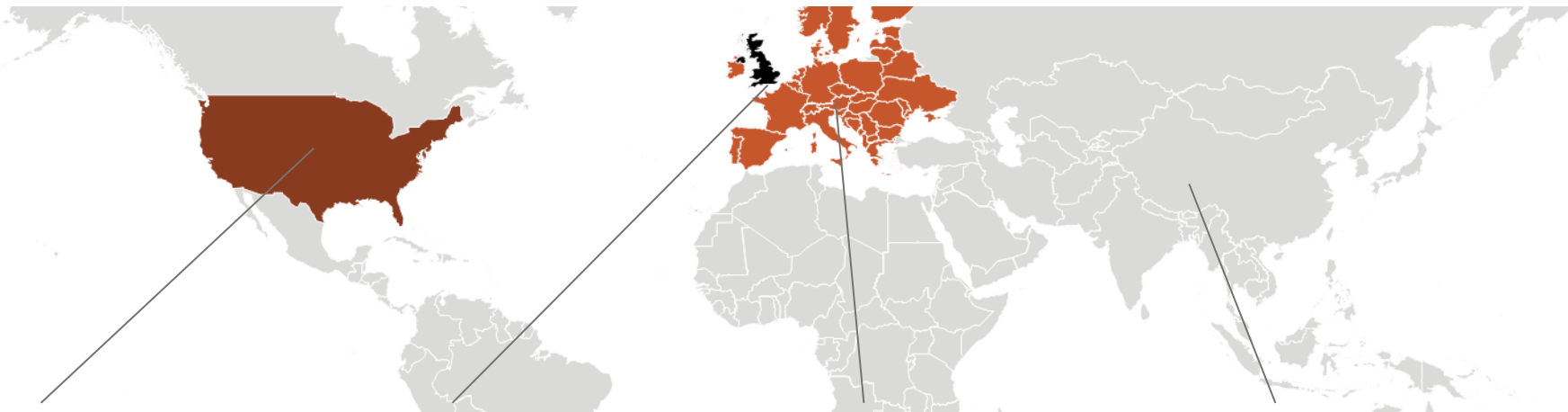
Zeitraum: 31.08.1987 – 26.10.2023

Aktien Allokation

Übergewicht in EM und Europa ex. UK



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Untergewichten

- Die hohe Positionierung in US-Mega Caps und die weiterhin höhere 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	24.10.2023	30.06.2024	31.12.2024	in 12 Monaten
S&P 500	4.248	4.600	4.750	5.082
DAX	14.880	17.300	18.000	19.508
Euro Stoxx 50	4.065	4.700	4.800	5.026
MSCI Großbritannien	2.121	2.350	2.400	2.585
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	8,3	11,8	19,6
DAX	-	16,3	21,0	31,1
Euro Stoxx 50	-	15,6	18,1	23,6
MSCI Großbritannien	-	10,8	13,1	21,9

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.10.2023

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

Realzinsen auf Mehrjahreshochs



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

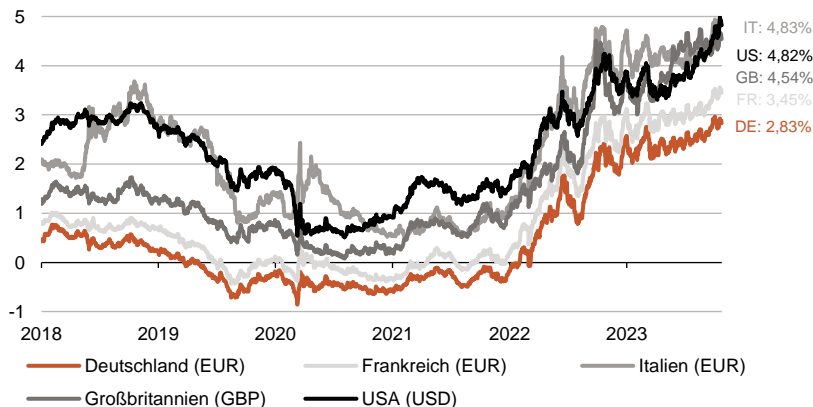
Mehrjahreshöchststände bei sicheren Anleiherenditen

- Nachdem sich sichere Staatsanleihen aufgrund der gestiegenen Nachfrage nach Sicherheit während des Israel-Konflikts vorübergehend erholten, setzte sich in letzter Zeit der Anstieg der Renditen fort. Die Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen sind derzeit mit knapp 5% auf dem höchsten Stand seit 2007.
- Die Versteilerung der Renditestrukturkurven setzte sich aufgrund des deutlich stärkeren Anstiegs der Zinssätze am mittleren und langen als am kurzen Ende weiterhin fort, wobei US-Treasuries zusätzlich unter kontinuierlich hohen Neuemissionsvolumen leiden.

Die Fed bleibt abwartend, weitere Schritte auf dem Tisch

- In seiner Rede in New York äußerte der Vorsitzende der Federal Reserve Jerome Powell die klare Absicht, das Inflationsziel von 2 Prozent weiterhin zu priorisieren. Trotzdem scheint es vorerst unwahrscheinlich, dass es im November zu einer Zinserhöhung kommt. Dennoch bleibt die Option weiterer Zinserhöhungen auf dem Tisch, da sich die US-Wirtschaft trotz der restriktiven Geldpolitik weiter äußerst robust entwickelt.
- Powell betonte außerdem, dass der jüngste Anstieg der Renditen am langen Ende und seine Auswirkungen auf die finanziellen Bedingungen bei der Festlegung der Geldpolitik berücksichtigt werden müssen.

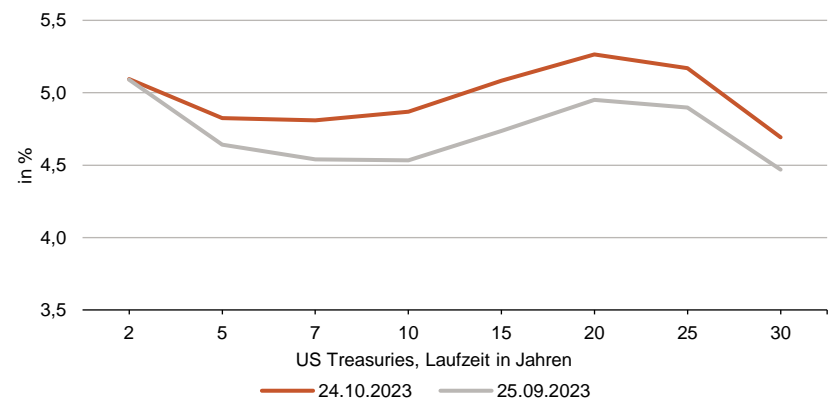
Höhere Realzinsen belasten die Staatsanleihen weiter



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 24.10.2023

Renditeanstieg vor allem am mittleren und langen Ende



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 25.09.2023 – 24.10.2023

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Zinsvolatilität und Israel-Krieg als wichtigste Treiber

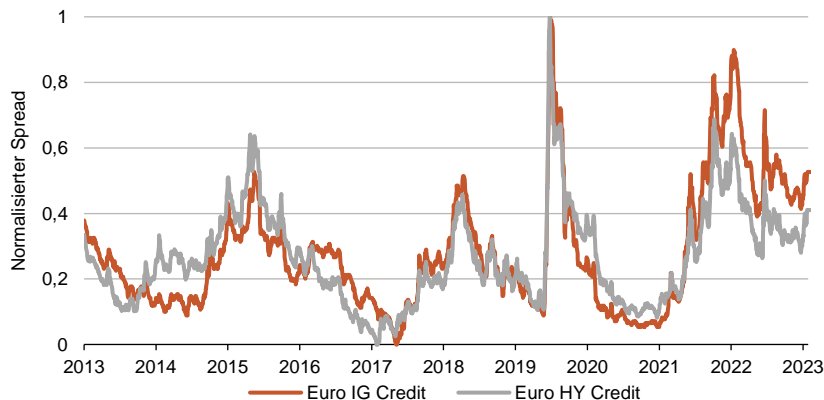


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Unternehmensanleihen: HY-Spreads beginnen zu steigen

- Die Renditen hochverzinslicher Anleihen stiegen auf den höchsten Stand seit Oktober 2022 angesichts rasch steigender risikoloser Zinssätze, einer Eskalation der geopolitischen Spannungen im Nahen Osten sowie gestiegener Rohstoffpreise.
- Derzeit sind die Spreads im IG-Segment im Vergleich zur eigenen Historie relativ zum HY-Segment immer noch attraktiv. Die Unsicherheit der Anleger zusammen mit technischen Faktoren wie die jüngsten Gewinnmitnahmen im HY-Segment könnten den Beginn der von uns erwarteten Ausweitung der Spreads bis zum Jahresende markieren.

HY-Risikoaufschläge notieren historisch gesehen enger



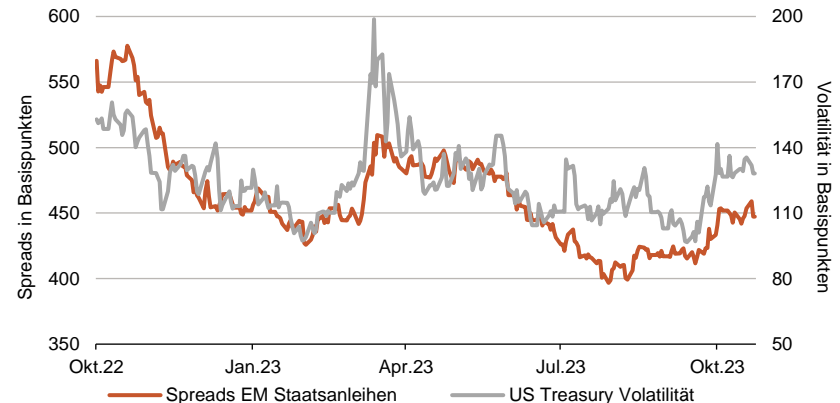
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 30.09.2013 – 24.10.2023

Schwellenländer: US-Renditen weiter als treibender Faktor

- Die anhaltende Volatilität bei US-Staatsanleihen übt weiterhin Druck auf EM-Staatsanleihen aus. Neben der Versteilerung der US-Renditestrukturkurve über den letzten Monat trug auch die Unsicherheit hinsichtlich der geopolitischen Spannungen im Nahen Osten zur Ausweitung der Spreads in EM-Unternehmens- und Staatsanleihen bei. Eine mögliche Ausweitung des Konfliktes mit damit verbundenen Folgen für das Rohölangebot würden die Volatilität der EM-Spreads weiter erhöhen.
- Sollten die Volatilität der US-Renditen sowie die geopolitische Unsicherheit nachlassen, werden auch technische Faktoren für eine potenzielle Jahresendrallye bei Schwellenländeranleihen für mehr Rückenwind sorgen.

EM-Spreads stark mit der US-Zinsvolatilität korreliert



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.10.2022 – 25.10.2023

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



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



- Wir sind angesichts einer möglichen Wirtschaftsabschwächung weiterhin vorsichtig, sehen jedoch im Hochzinsanleihen-Segment selektiv interessante Opportunitäten.
- Sonderthemen wie Finanznachträge von bonitätsstarken Banken und Versicherern sowie Katastrophenanleihen erachten wir weiter als attraktiv.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	24.10.2023	30.06.2024		31.12.2024	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	5,25-5,50	5,00-5,25	5,25	4,25-4,50	4,47
10J US-Rendite	4,83	4,30	4,09	4,30	3,77
Eurozone					
Leitzins	4,50	4,25	4,30	4,00	3,80
10J Bund-Rendite	2,83	2,80	2,40	2,90	2,28
Großbritannien					
Leitzins	5,25	5,00	5,15	4,00	4,55
10J Gilts-Rendite	4,54	4,30	3,81	4,20	3,60

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.10.2023

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

Zwischen Geopolitik und schwächerer Nachfrage

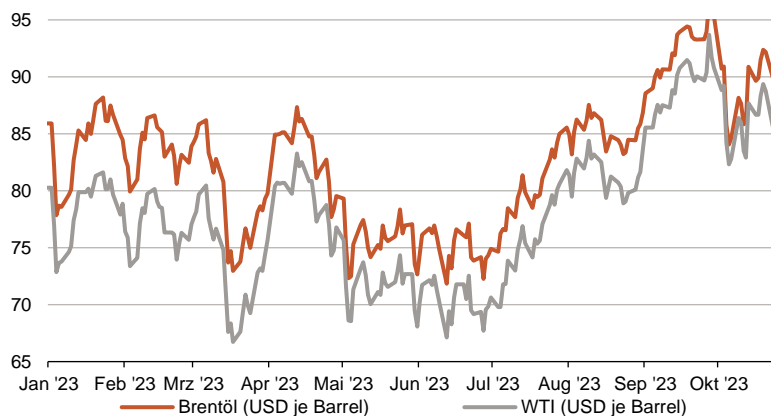


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Ohne Ausbreitung des Konflikts im Nahen Osten bleibt das Aufwärtspotenzial kurzfristig begrenzt

- Rohöl schwankte im Oktober volatil seitwärts. Nach der starken Performance im September kamen zunächst Nachfragesorgen auf. Wieder steigende Bestände in Cushing, dem wichtigsten Lager der USA, und die saisonal schwächste US-Benzinnachfrage in 25 Jahren ließen die Sorte Brent von fast 100 auf 84 USD je Barrel fallen. Mit der Attacke der Hamas auf Israel kam es dann allerdings zur Trendwende. Nicht nur wegen der geographischen, sondern vor allem auch wegen der politischen Nähe wichtiger OPEC-Mitglieder wie dem Iran oder Saudi-Arabien zu dem Konflikt fürchten Anleger Konsequenzen für das ohnehin schon knappe globale Angebot. Zuletzt wurde ein Teil dieser Risikoprämie allerdings wieder ausgepreist.
- Kurzfristig steht dem noch lokalen Konflikt im Nahen Osten der unsichere Konjunkturausblick und die typischerweise schwächere Herbst-Saisonalität entgegen, sodass beim Ausbleiben einer Eskalation das Aufwärtspotenzial limitiert ist. Allerdings preist der Markt aktuell auch keine Konsequenzen für das globale Angebot durch den Konflikt, wie es beim Einmarsch Russlands in die Ukraine der Fall war, sodass definitiv positives Überraschungspotenzial besteht.
- Mittelfristig überwiegen die Aufwärtsrisiken. Die globalen Lagerbestände gemessen in Tagen des Verbrauchs sind sehr niedrig, die Bohraktivität der Schieferölproduzenten ist rückläufig und die Compliance innerhalb der OPEC ist hoch – und auch hier halten sich die Investitionen sehr zurück.

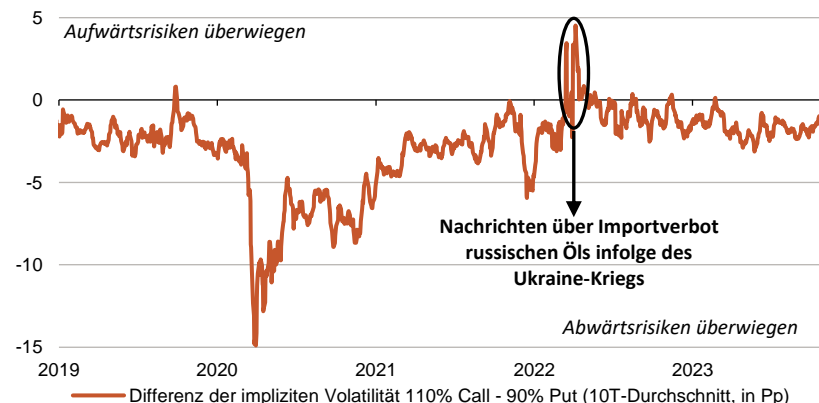
Rallye der letzten Monate geriet zuletzt ins Stocken



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2023 – 24.10.2023

Markt preist keine Konsequenzen für globales Ölangebot



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 24.10.2023

Edel- und Industriemetalle

Gold trotz fundamentalen Gegenwinden

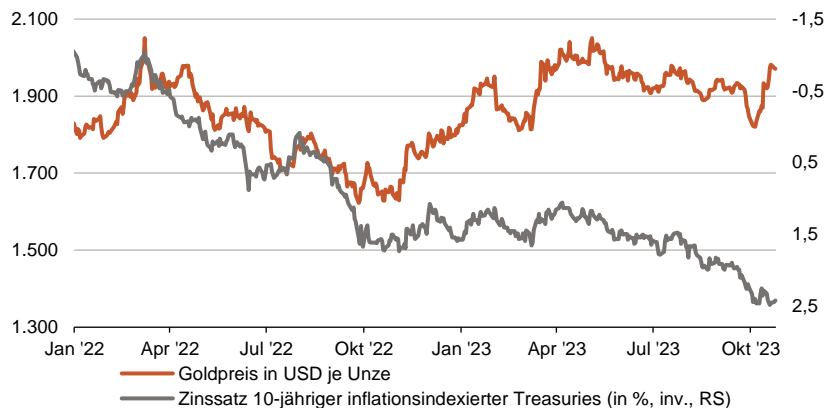


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold als Absicherung gegen geopolitische Risiken

- Oktober war der beste für Monat für Gold seit der Regionalbanken Krise in den USA. Das Edelmetall legte vom Tief Anfang des Monats infolge der geopolitischen Eskalation im Nahen Osten über 8% zu.
- Gleichzeitig stiegen die Realzinsen auf den höchsten Stand seit 2008 und der US-Dollar ist fest. In Anbetracht dieser starken fundamentalen Gegenwinde ist die Rallye besonders beachtlich. Damit Gold allerdings an die Performance weiter anknüpfen kann, braucht es fallende Zinsen, ansonsten wird es für Anleger zusehends teuer Gold und andere Anlagen ohne laufende Erträge zu halten. Die jüngsten Ereignisse zeigen aber, dass es als Absicherung ein wichtiger Portfoliobestandteil bleibt.

Gold trotz hohen Realzinsen



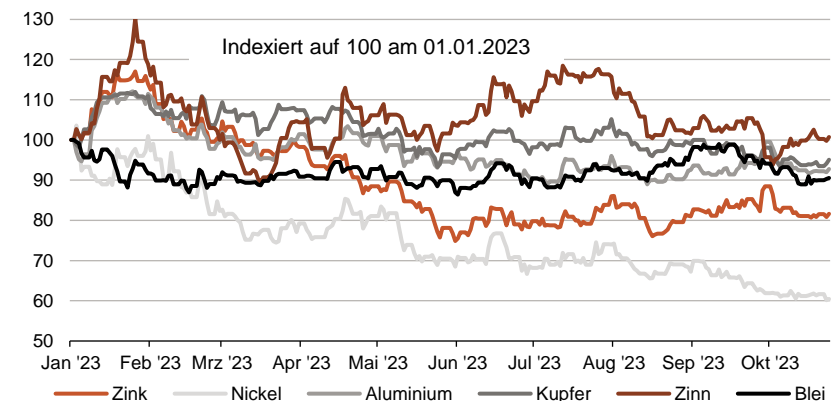
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2022 – 24.10.2023

Industriemetalle: Schwäche im Westen, Stärke in China

- Der LME-Industriemetallindex fiel im Oktober auf seinen niedrigsten Stand diesen Jahres. Anders als die Edelmetalle und die Energierohstoffe litten Industriemetalle unter der Eskalation zwischen Israel und der Hamas und den potenziellen Folgen für die globale Konjunktur.
- Fundamental sieht das Bild kurzfristig gemischt aus. Metallproduzenten berichten von einer sich stabilisierenden Nachfrage in China. Gleichzeitig wiegen die hohen Zinsen im Westen auf der Aktivität im Baugewerbe. In Summe bleibt das Aufwärtspotenzial für Industriemetalle zunächst limitiert. Andererseits scheinen vereinzelt auch die Abwärtsrisiken begrenzt. So notiert der Aluminiumpreis aufgrund hoher Energiekosten nahe seinen Grenzkosten.

Industriemetalle nach Schwäche vorerst seitwärts



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2023 – 24.10.2023



06

Währungen

Marktentwicklung

Geld & Währung

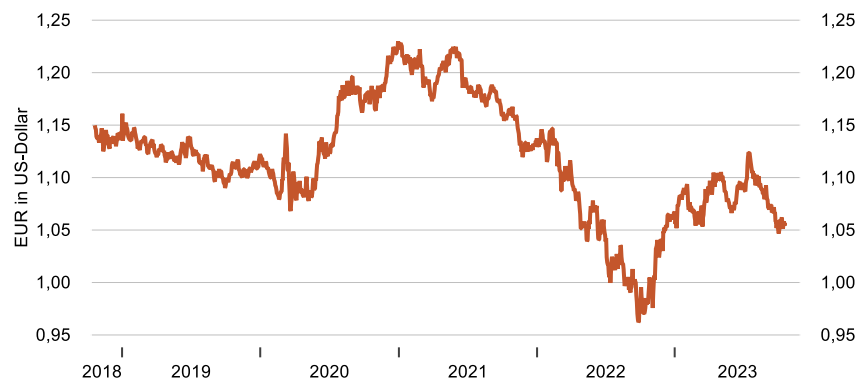


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Sichere Anlagehäfen gefragt

- Die geopolitischen Risiken stärken die sicheren Anlagehäfen. Zuletzt haben die Angriffe der Hamas gegen Israel die „Flucht in Sicherheit“ wieder angetrieben.
- Dabei hat der Schweizer Franken stärker profitiert als der US-Dollar. Während EUR/USD zwar kurzzeitig Richtung 1,05 zurückgefallen ist, der Dollar per Saldo aber nicht zulegen konnte, ist EUR/CHF zeitweilig bis fast 0,94 Franken je Euro abgerutscht und notiert auch zwei Wochen später noch deutlich niedriger als vor den Angriffen auf Israel. Sowohl der Schweizer Franken als auch der US-Dollar befinden sich unabhängig von den kurzfristigen Schwankungen auf sehr hohen Niveaus.

Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2018 – 10/2023

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 sehen wir EUR/USD allenfalls auf 1,08 steigen.
- Auch gegenüber dem Franken dürfte sich der Euro bis Jahresende schwer tun. Inzwischen hat sich der Wechselkurs deutlich unter der Parität eingerichtet. Wir sehen für EUR/USD bis Jahresende 2023 nur Potenzial bis 0,97.

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Macrobond



Zeitraum: 10/2018 – 10/2023

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

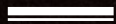
	24.10.2023	30.06.2024		31.12.2024	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,06	1,12	1,10	1,15	1,12
EUR/GBP	0,87	0,86	0,88	0,85	0,88
EUR/CHF	0,95	0,98	0,99	0,98	1,00
EUR/JPY	159	159	152	161	151
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-5,4	-3,7	-7,9	-5,4
GBP	-	1,3	-1,0	2,5	-1,0
CHF	-	-3,5	-4,4	-3,5	-5,4
JPY	-	-0,1	4,5	-1,4	5,1

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.10.2023

*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