



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Dezember | 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](http://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 29.11.2023



# Inhaltsverzeichnis

<b>01</b>	<b>Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt</b> Duration hochgefahren und Aktienuntergewicht reduziert	4
<b>02</b>	<b>Volkswirtschaft</b> Die Inflation sinkt weiter. Der Zinsgipfel scheint erreicht. Nun geht der Blick Richtung 2024	9
<b>03</b>	<b>Aktien</b> Technik und Goldlöffchen-Hoffnungen stützen Aktienmärkte	14
<b>04</b>	<b>Anleihen</b> Trotz restriktiver Warnungen von Zentralbankvertretern preisen die Märkte Zinssenkungserwartungen	20
<b>05</b>	<b>Rohstoffe</b> Gold nahe Allzeithoch, während Öl und Metalle unter Angebotsüberschussorgen leiden	25
<b>06</b>	<b>Währungen</b> Der Euro kann sich von seinem Tief etwas erholen. Vor allem gegenüber dem US-Dollar legt er zu	28

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://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				
			28.11.22	28.11.21	28.11.20	28.11.19	28.11.18
	■ 4W (31.10.23 - 28.11.23)	■ YTD (30.12.22 - 28.11.23)	28.11.23	28.11.22	28.11.21	28.11.20	28.11.19
REITs	-4,9	6,3	-9,2	-14,2	32,6	-16,3	19,1
Aktien Industrienationen	4,9	14,6	8,3	-5,6	29,1	5,7	19,2
Aktien Emerging Markets	3,8	2,9	2,6	-14,6	7,3	10,3	12,0
Aktien Frontier Markets	3,2	5,7	3,0	-20,2	32,5	-6,6	13,5
EUR Unternehmensanleihen	1,9	4,8	3,2	-12,9	-1,0	2,5	6,6
EUR Staatsanleihen	1,6	3,2	0,8	-10,4	-0,8	1,7	4,4
Globale Wandelanleihen	0,7	2,8	-2,6	-16,0	14,9	31,9	10,3
Euro-Übernachteinlage	0,2	2,8	2,9	-0,2	-0,6	-0,5	-0,4
Gold	-1,0	9,0	10,2	6,0	6,3	12,1	24,1
Industriemetalle	-14,2	-2,7	-11,4	6,1	30,5	7,8	4,4
USD/EUR-Wechselkurs	-3,8	-2,6	-5,9	9,5	5,7	-8,0	3,2
Brent	-7,1	1,4	1,0	64,0	71,9	-37,7	19,8

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: 28.11.2018 – 28.11.2023

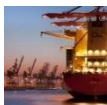
# Kapitalmarkt kompakt

## Ausblick nach Anlageklassen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Volkswirtschaft



- Deutschland befindet sich in unruhigem Fahrwasser. Neben der Konjunkturschwäche steckt die Regierung in einer Krise.
- In den USA kühlt die Konjunktur ab, aber die Landung dürfte recht sanft werden. Der Arbeitsmarkt ist noch recht stabil.
- Der disinflationäre Prozess setzt sich fort. Für die Zentralbanken sinkt der Handlungsdruck deutlich.

### Aktien



- Globale Aktienmärkte mit Erholung in der Breite. Technik und Goldlöffchen-Hoffnungen unterstützten die Rallye.
- Bewertungen zuletzt gestiegen. Gewinnschätzungen für 2024 weiter sehr optimistisch. Starker Konsens birgt Risiken.
- Aktienrückkaufprogramme und systematische Strategien bieten Chance einer Fortsetzung der Rallye bis Jahresende.

### Anleihen



- Erwartungen von Zinssenkungen setzen sich durch. Rating-Überraschungen von Moody´s unterstützen Peripherieanleihen.
- Spreads im IG-Bereich weiterhin attraktiv. Trotz guter Performance die HY-Mittelzuflüsse auf Jahressicht nahe unverändert.
- Die nachlassende Zinsvolatilität bei US-Staatsanleihen sowie fallende Rohstoffpreise unterstützen Schwellenländeranleihen.

### Alternative Investments / Rohstoffe



- Öl im Angebot-Nachfrage-Gefüge gefangen. OPEC-Treffen dürfte positiven Katalysator liefern.
- Goldpreis nahe Allzeithoch. Weiteres Preispotenzial ohne Fed-Wende nach starker Rallye begrenzt.
- Industriemetalle mit hoher Heterogenität. Grüne Nachfrage stützt (bereits) langfristig.

### Währungen



- Grundsätzlich belastet die schwache Konjunktur den Eurokurs weiter. Zuletzt konnte sich der Euro dennoch etwas erholen.
- Der US-Dollar bleibt als „Safe Haven“ gefragt, hat aber nach erfreulichen Inflationsdaten etwas nachgegeben.
- Der Schweizer Franken bleibt in dem angespannten geopolitischen Umfeld gefragt. EUR/CHF bleibt 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)

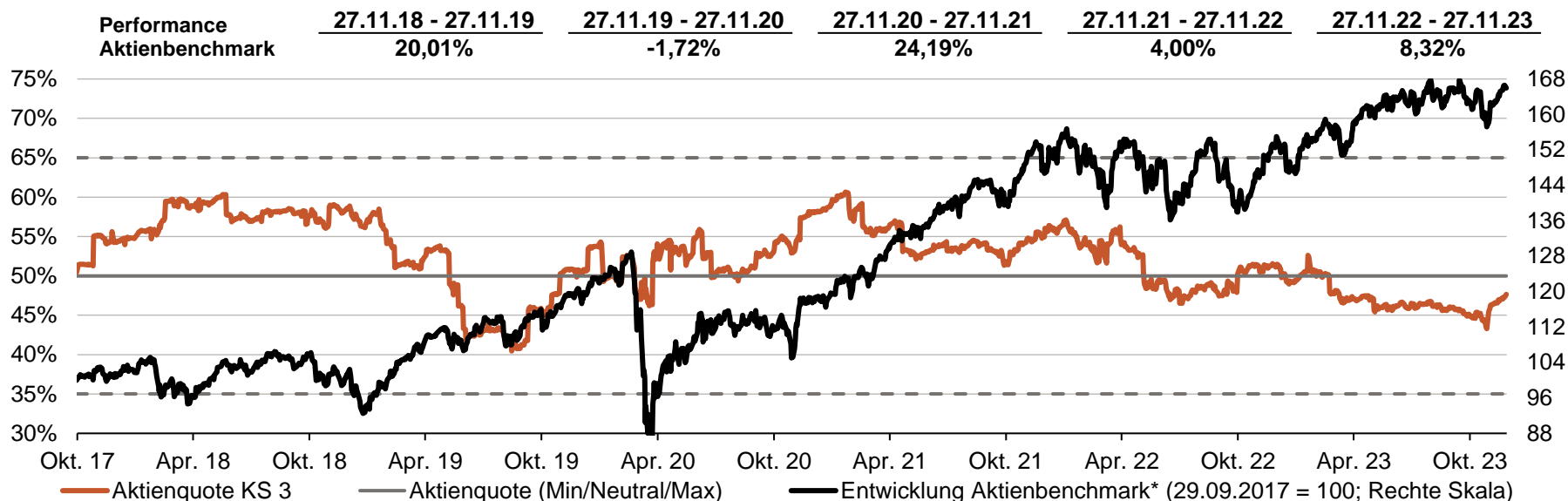
# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Rückblick für die Kernstrategie 3



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

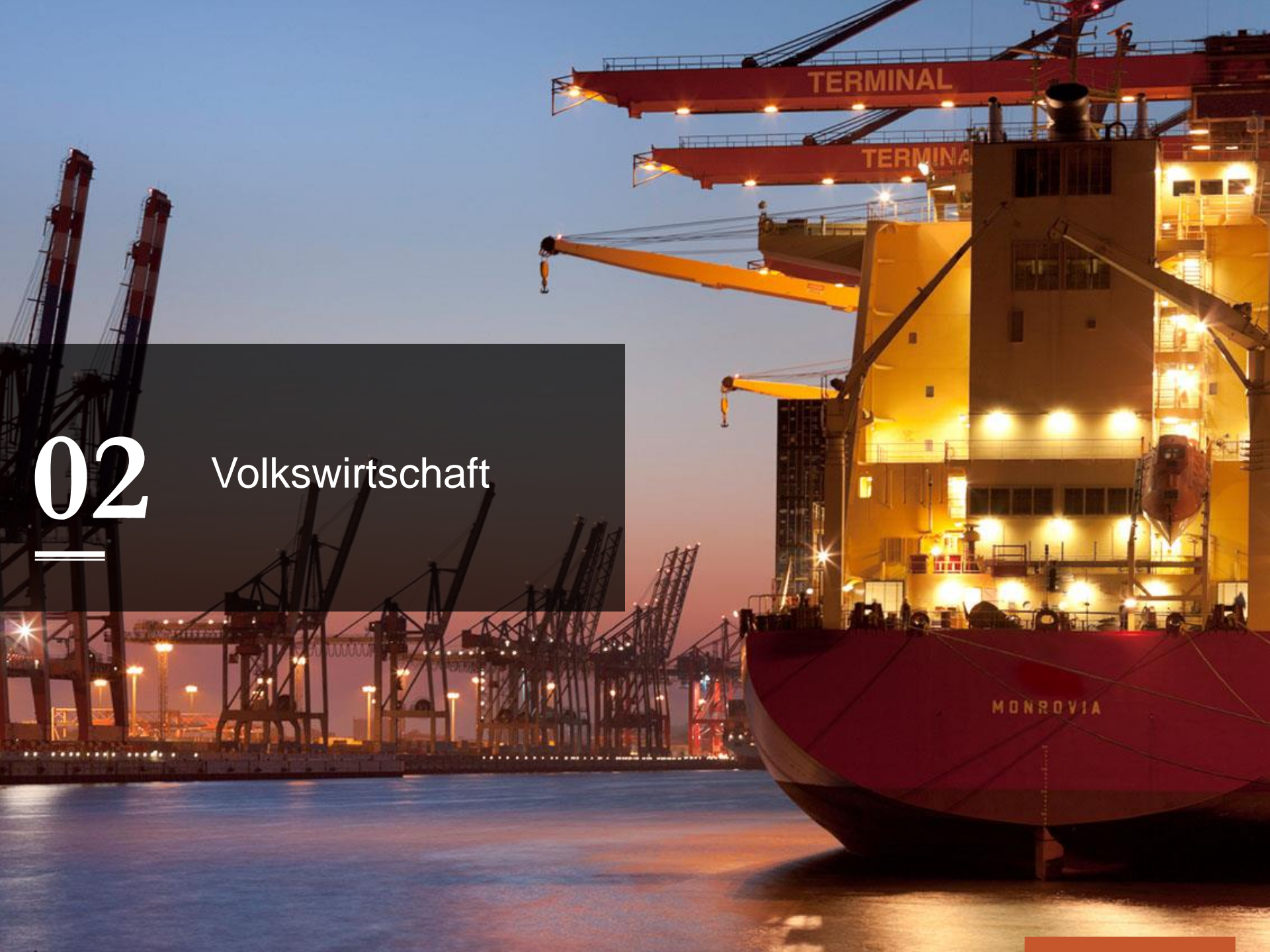
### Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg \*„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 27.11.2018 – 27.11.2023  
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir sind mit einer defensiven Positionierung ins vierte Quartal gestartet. Als die Aktienmärkte zum Ende Oktober dann bei einer Korrektur um mehr als 10 % seit Ende Juli standen, haben wir die Aktienuntergewichtung von moderat auf nur noch klein reduziert und zeitgleich angesichts der hohen Anleiherenditen die Anleiheposition sowie deren Zinsduration weiter ausgebaut.
- Wir halten an einer breiten Positionierung fest, mit Übergewichtungen bei Anleihen und Alternativen Investments, wie beispielsweise Gold, Industriemetallen und einer Position, die von einer steileren US-Renditestruktur profitieren würde. Bei Unternehmensanleihen fokussieren wir auf kurze Laufzeiten, denn Risikoprämien dürften sich bei Konjunkturschwäche erneut ausweiten. Bei sichereren Anleihen setzen wir auf längere Laufzeiten. Auch Schwellenländeranleihen in Lokalwährung bleiben attraktiv. Unser Fokus auf Qualitäts- und Wachstumsaktien dürfte bei schwächerer Wirtschaft und ohne weiter steigende Zinsen profitieren.





02

Volkswirtschaft

# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

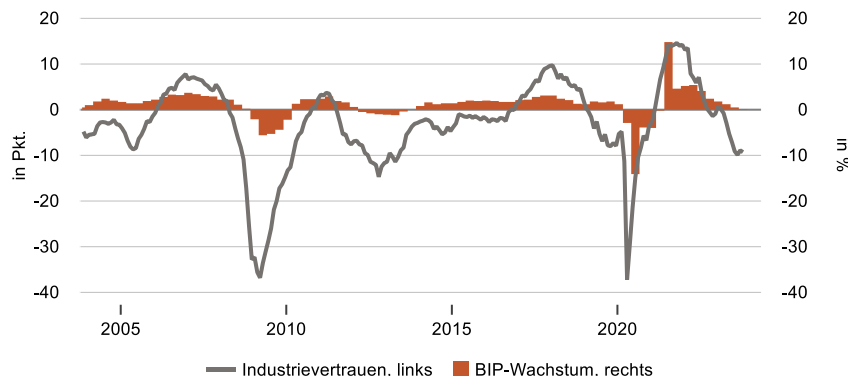


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Das Schlimmste könnte bald vorbei sein...

- Nach einem grauen Herbst mit einem wahrscheinlichen Rückgang des BIP der Eurozone im vierten Quartal dürfte die Wirtschaft noch vor dem Jahreswechsel die Talsohle erreichen, sich Anfang 2024 stabilisieren und ab dem Frühjahr einen Aufschwung erleben.
- Der leichte Anstieg des Einkaufsmanagerindex von 46,5 im Oktober auf 47,1 im November unterstützt unsere Annahme, dass der Abschwung bald endet. Zusammen mit dem Anstieg der deutschen ifo-Geschäftserwartungen und den beiden Anstiegen der ZEW-Erwartungen für die Eurozone deuten die Daten darauf hin, dass sich die Lage in den kommenden Monaten eher verbessern als verschlechtern dürfte.

### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



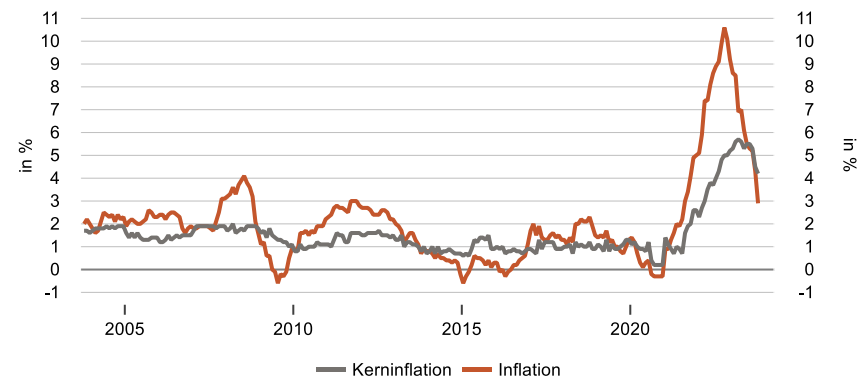
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2003 – 11/2023

### ...und die Inflation sinkt

- Die Inflation hat sich weiter abgeschwächt. Sie sank im Oktober auf 2,9 % gegenüber 4,3 % im September und lag damit unter den 3,1 %, die sowohl der Reuters-Konsens als auch wir erwartet hatten. Die Kerninflation ging zwar langsamer zurück als die Gesamtinflation, sank aber den dritten Monat in Folge und lag im Oktober bei 4,2 % gegenüber dem Vorjahr, nach 4,5 % im September.
- Für die Europäische Zentralbank dürften der starke Abwärtstrend bei der Inflation sowie die schwache Konjunktur Grund genug sein, die Zinsen im Dezember konstant zu halten.

### Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2003 – 10/2023

# Großbritannien

## Konjunktur- und Preisentwicklung



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

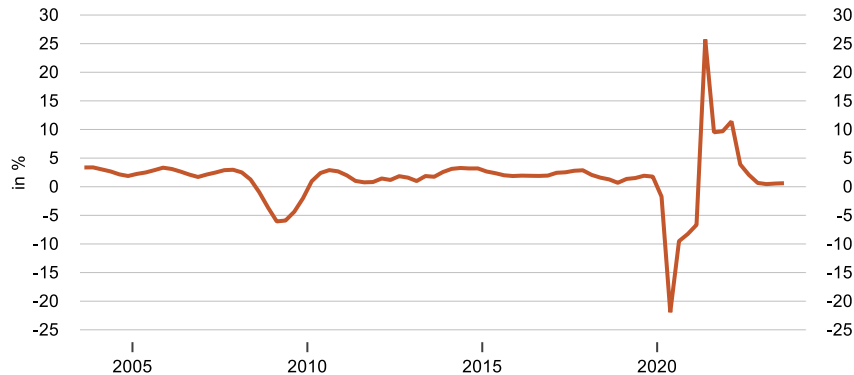
### Einkaufsmanagerindizes machen Hoffnung

- Während die Wirtschaft der Eurozone im vierten Quartal wahrscheinlich leicht schrumpfen wird, könnte sich die Konjunktur des Vereinigten Königreichs bereits stabilisieren.
- Der Einkaufsmanagerindex stieg von 48,7 im Oktober auf ein Viermonatshoch von 50,1 im November und liegt damit ganz knapp über der Wachstums-/Kontraktionslinie von 50. Während die Dienstleistungstätigkeit von 49,5 auf 50,5 anstieg, ließ der Abschwung im Verarbeitenden Gewerbe mit einem Anstieg des Produktionsindex von 44,3 auf ein Viermonatshoch von 47,9 deutlich nach.

### Bank of England dürfte die Geldpolitik 2024 lockern

- Nachdem eine gefürchtete Rezession über den Winter vermieden wurde und die große politische Unsicherheit vorbei ist, könnten die Verbraucher wieder zuversichtlich werden, wenn die Inflation im zweiten Quartal 2024 auf unter 3 % fällt und sich bis zum zweiten Halbjahr auf 2 % zubewegt.
- In diesem Fall würde die Bank of England wahrscheinlich damit beginnen, die Geldpolitik zu lockern, um die Nachfrage zu stützen, sobald die Inflationsrisiken vollständig beseitigt sind. Ausgehend von einem aktuellen Leitzins von 5,25 % rechnen wir ab Juni 2024 mit Zinssenkungen um 125 Basispunkte.

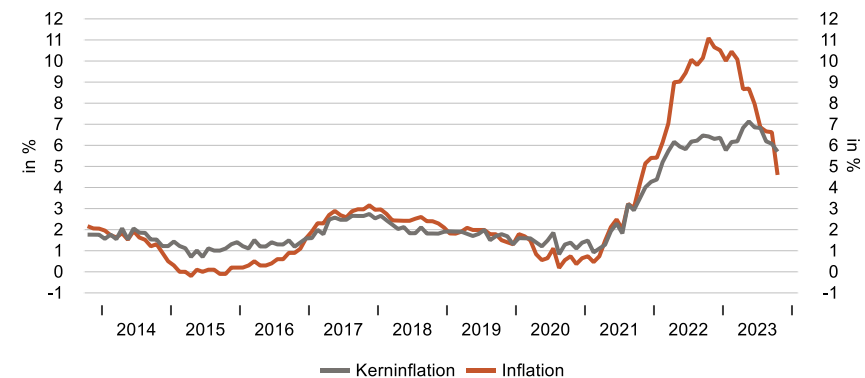
### Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2003 – 09/2023

### Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2013 – 10/2023

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

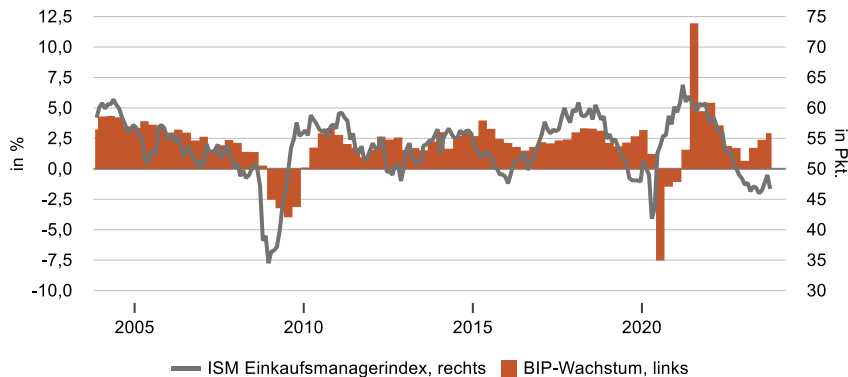


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Konjunktur kühlt ab

- Auch wenn sich die US-Wirtschaft angesichts der deutlich gestrafften Geldpolitik erstaunlich robust präsentiert, zeigt sich doch eine gewisse Abkühlung der Konjunktur. So ist die Arbeitslosenquote moderat gestiegen. Sie lag im Oktober bei 3,9 %. Im historischen Vergleich ist das gleichwohl immer noch ein sehr guter Wert.
- Die Arbeitsmarktdaten fielen im Oktober insgesamt schwächer als erwartet aus. Der Beschäftigungszuwachs lag mit 150.000 neuen Stellen unter den vom Konsens erwarteten 168.000. Zudem wurden die beiden Vormonate um insgesamt gut 100.000 Stellen nach unten korrigiert.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



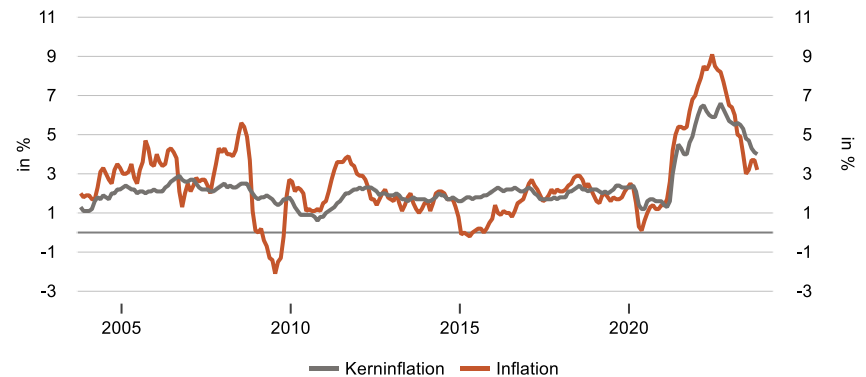
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2002 – 10/2023

### Zeichen der Entspannung

- Die Inflation ist auf dem Rückzug. Nach der Veröffentlichung der Daten für den Oktober (Gesamtinflation: 3,2 %, Kernrate: 4,0 %) reagierten die Marktakteure und -beobachter erleichtert. Eine weitere Straffung der Geldpolitik gilt seither als äußerst unwahrscheinlich. Der Dollar hat dadurch einen Teil seiner Überbewertung verloren.
- Die Zinsen am langen Ende (10-jährige Staatsanleihen) haben sich in den vergangenen Wochen normalisiert. Von knapp 5,0 % in der Spitze ging es runter auf knapp 4,5 %. Für das kommende Jahr sehen wir nur moderat höhere Zinsen (Jahresende 2024: 4,6 %).

### USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond







Zeitraum: 10/2003 – 10/2023

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.11.2023

\* 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

## Goldilöckchen-Hoffnungen stützen Aktienmärkte

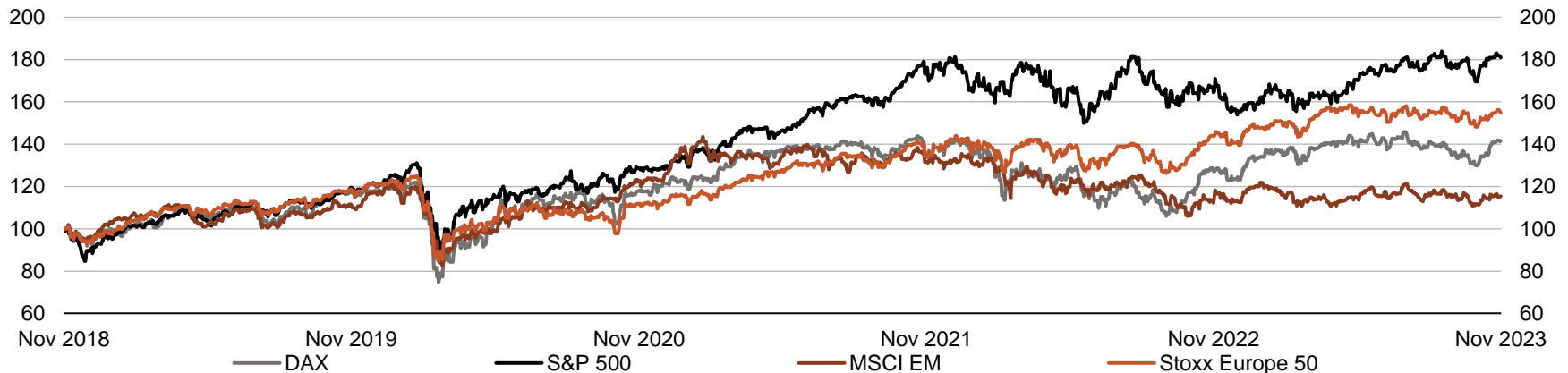


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Technische Jahresendrallye dürfte sich fortsetzen, Risiken bleiben jedoch bestehen

- Während noch im Oktober die Aktien- und Anleihemärkte, belastet durch die gestiegenen (Real-)Renditen, zeitgleich nachgaben, trat Ende Oktober die Wende im Zuge einer technischen Gegenbewegung der überverkauften Märkte ein. Schwächere US-Wirtschaftsdaten und kühlere Inflationsdaten führten zu fallenden Zinsen (die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen fiel vom Hoch Mitte Oktober auf 4,27 %, die Realrendite 10-jähriger inflationsindexierter US-Staatsanleihen sogar auf 2,06 %) und beendeten vorerst das Zinsnarrativ „Höher für Länger“. Stattdessen regierten neue „Goldilöckchen“-Hoffnungen die Märkte. Folglich stiegen Aktien über den November deutlich, begünstigt auch durch einen schwächeren US-Dollar und niedrigeren Ölpreis. Der Rückgang der Aktienvolatilität (der Volatilitätsindex VIX notierte letzte Woche bei knapp 12,5 und damit auf dem niedrigsten Stand seit Januar 2020) hat systematische Strategien wieder in den Markt gezwungen und die Erholung technisch gestützt. Das Szenario einer weichen Landung scheint nun breiter Konsens: Der Markt rechnet mit keiner einzigen weiteren Zinserhöhung für dieses Jahr. Stattdessen erwartet der Markt für die EZB und Fed je zweieinhalb Zinssenkungen (je 25 Bp) bis Juli 2023. Während sich die technische Erholung kurzfristig, auch gestützt durch die Aktienrückkaufprogramme und noch nicht wieder voll investierten systematischen Strategien, fortsetzen könnte, birgt solch starker Konsens jedoch das Risiko negativer Überraschungen für die Märkte.

### Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 28.11.2018 – 28.11.2023

# Unternehmensgewinne

## Fulminante Erholung im Jahr 2024



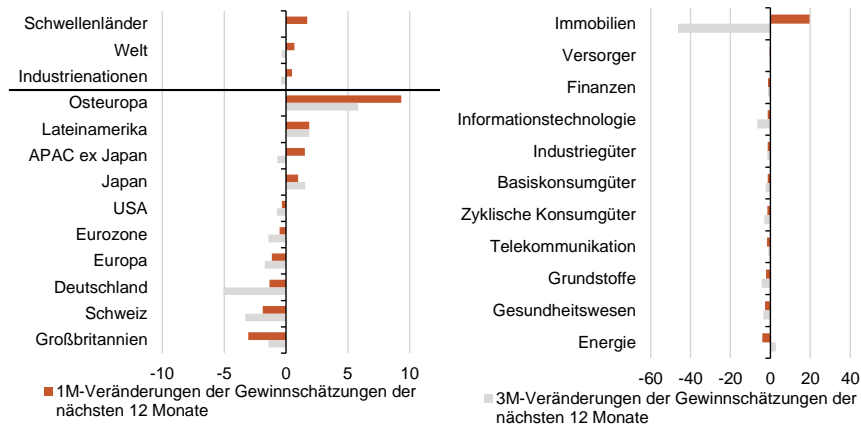
### Optimismus für den Immobiliensektor

- Kurz vor Jahresende und mit Blick Richtung 2024 erfuh auf Sektorebene vor allem der Immobiliensektor stärkere positive Gewinnrevisionen. Über die letzten drei Monate litt der zinssensitive Sektor noch unter den Erwartungen höherer Zinsen für länger. Mit dem jüngsten Zinsrückgang und der Erwartung, dass der Zinsgipfel bereits erreicht wurde, sind die Analysten jedoch optimistischer gestimmt. Entsprechend revidierten sie die Gewinnschätzungen des Immobiliensektors über den letzten Monat um knapp 20 % nach oben.
- Regional gab es neben Osteuropa über den letzten Monat für Lateinamerika und Asien die stärksten positiven Revisionen.

### Erholung für Industrienationen & Schwellenländer 2024

- 2023 dürfte das Gewinnwachstum globaler Aktien laut der Analysten leicht negativ ausfallen. Der Gewinnrückgang der Schwellenländer von knapp 10 % stellt dabei den dominanten Belastungsfaktor dar.
- Für 2024 erwartet der Konsens dann eine fulminante Erholung von knapp 10% auf globaler Ebene. Haupttreiber der Entwicklung dürften laut der Analysten auch hier die Schwellenländer sein.

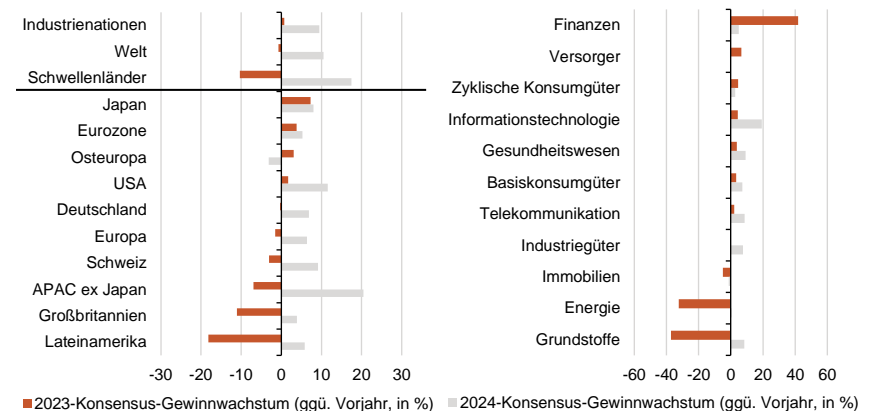
### Schwellenländer mit Potenzial



Quelle: FactSet, MSCI Europa Sektoren

Stand: 28.11.2023

### Starke Erholung für Schwellenländer 2024 erwartet



Quelle: FactSet, MSCI Europa Sektoren

Stand: 28.11.2023



# Performance und Bewertung US-Aktien wieder teurer bewertet

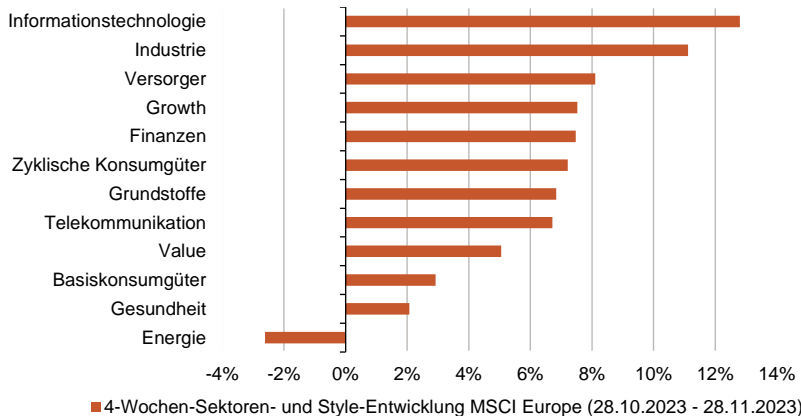


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

## Erholung in der Breite

- Über die letzten vier Wochen erfuhr das Gros der Aktiensektoren in Europa eine Erholung nach den starken Abverkäufen über den Herbst.
- Lediglich Energietitel litten, auch belastet durch den niedrigeren Ölpreis. Informationstechnologietitel – die Gewinner seit Jahresbeginn – weiteten über die letzten vier Wochen die Gewinne aus. Wachstum-Aktien schlugen über die letzten vier Wochen Value-Aktien.

## Informationstechnologie-Aktien haben die Nase vorn



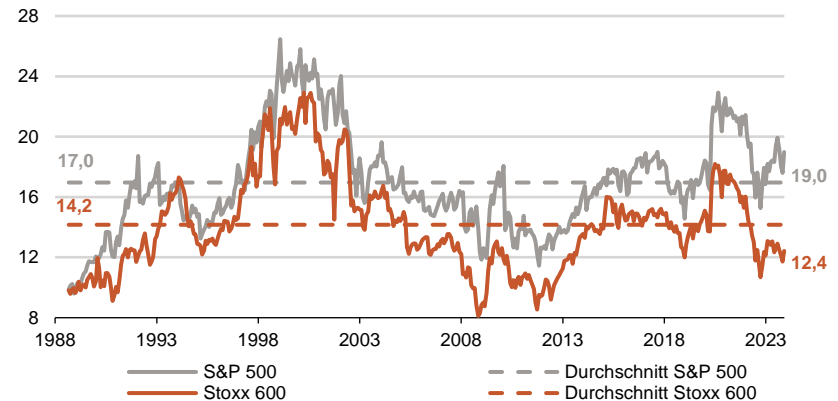
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 28.10.2023 – 28.11.2023

## Bewertungsausweitung in den USA und Europa

- Die Bewertungskennzahlen sind über den November wieder angezogen. Das KGV des S&P 500 weitet mit einer Notierung von aktuell 19x die Lücke zum historischen Durchschnitt über 35 Jahre von 17x wieder aus. Trotz höherer Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate als im Vorjahr bleibt die Bewertungsausweitung des S&P 500 der dominante Treiber der Indexentwicklung im Vergleich zum Vorjahr.
- Der Stoxx 600 handelt hingegen mit einem KGV von 12,4 historisch auf einem günstigen Niveau.

## Bewertungen zuletzt wieder gestiegen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

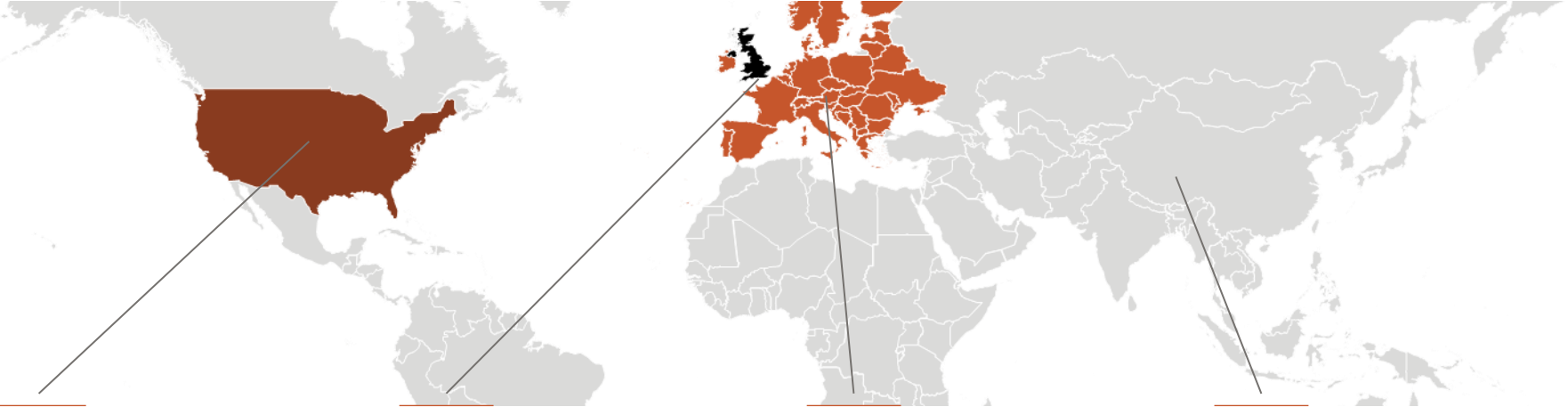
Zeitraum: 31.12.1987 – 28.11.2023

# 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.

# Prognosen

## Einschätzungen für ausgewählte Indizes

	Aktuell			Ø*
Indexprognosen	28.11.2023	30.06.2024	31.12.2024	in 12 Monaten
S&P 500	4.555	4.600	4.750	5.038
DAX	15.993	17.300	18.000	19.090
Euro Stoxx 50	4.348	4.700	4.800	4.992
MSCI Großbritannien	2.137	2.350	2.400	2.572
<b>Indexpotenzial (in %)</b>				
S&P 500	-	1,0	4,3	10,6
DAX	-	8,2	12,6	19,4
Euro Stoxx 50	-	8,1	10,4	14,8
MSCI Großbritannien	-	10,0	12,3	20,3

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.11.2023

\*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

# 04 Anleihen



# Staatsanleihen

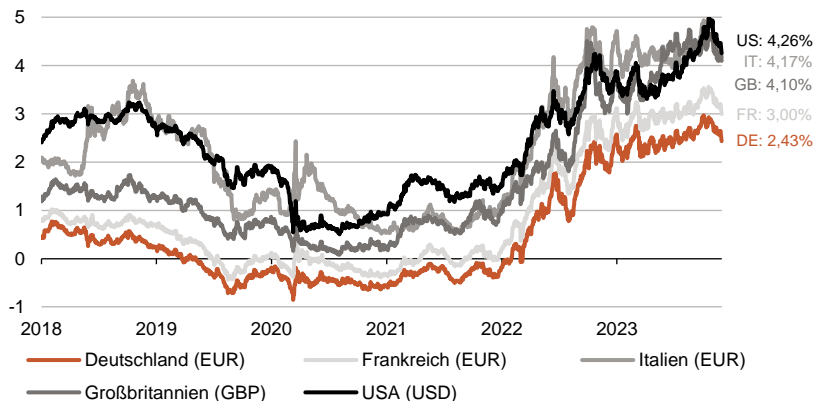
## Märkte preisen die Erwartungen von Zinssenkungen



### Erwartungen von Zinssenkungen setzen sich durch

- Die Anzeichen einer Verlangsamung der US-Wirtschaft sowie die Stabilisierung der Inflationsrate in Europa bekräftigte die Erwartung eines bereits erreichten Zinsgipfels auf beiden Seiten des Atlantiks. Trotz der Warnung der Zentralbankvertreter in den USA und Europa vor der zu optimistischen Erwartungen von Zinssenkungen im nächsten Jahr durch den Markt, sind die Anleiherenditen im letzten Monat stark zurückgegangen.
- Die Renditestrukturkurven verflachten sich aufgrund des deutlich stärkeren Rückgangs der Zinssätze am mittleren und langen als am kurzen Ende. Zusätzlichen Rückenwind erhielten US-Staatsanleihen durch eine besser als erwartete Aufnahme von Neuemissionen durch den Markt.

### Fallende Renditen beflügeln Anleihen in der Breite



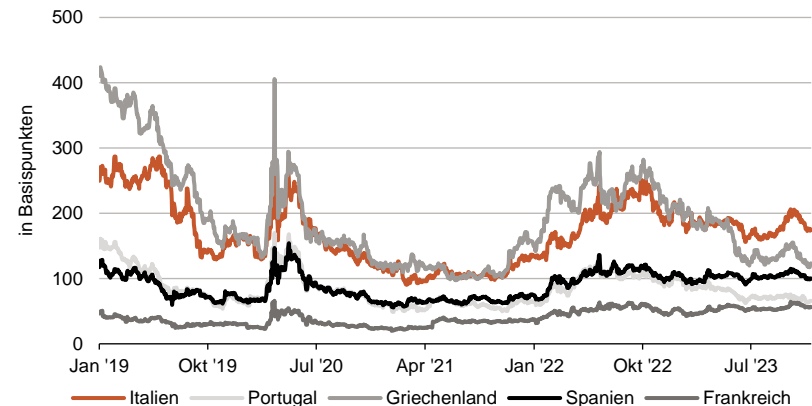
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 29.11.2023

### Rating-Überraschungen unterstützen Peripherieanleihen

- Die Rating-Überraschungen von Moody's für Italien und Portugal verliehen dem Peripherieanleihesegment Rückenwind. Bessere Schuldendynamik, sich stabilisierende Konjunktur sowie gesunder Bankensektor in Italien führten zur Anhebung des Ausblicks für Italien auf „stabil“ bei der Ratingagentur. Zusätzlich zum positiven Ausblick wurde Portugal auf das A3-Rating heraufgestuft.
- Trotz des Urteils des Bundesgerichtshofs und der Aussetzung der Schuldenbremse in Deutschland wird die Regierung dieses Jahr laut Finanzminister Lindner keine zusätzlichen Schulden aufnehmen. Die besser als erwarteten PMI-Daten für Deutschland lasteten hingegen auf heimischen Staatsanleihen.

### Risikoaufschläge von Peripheriestaaten zuletzt rückläufig



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

Zeitraum: 01.01.2019 – 28.11.2023

# Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

## Zinsgipfel erreicht – Alles ausgestanden?



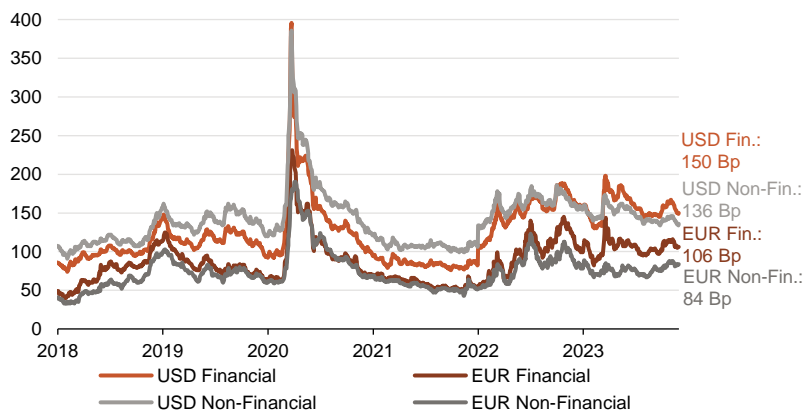
### Unternehmensanleihen: IG- und HY-Spreads rückläufig

- Im November fielen die Risikoaufschläge für Hochzinsanleihen angesichts besser als erwartet ausgefallener Wirtschaftsdaten, zunehmender Erwartungen an Zinssenkungen durch die EZB sowie sinkender Rohstoffpreise wieder auf das Niveau von Ende September dieses Jahres.
- Derzeit sind die Spreads im IG-Segment im Vergleich zur eigenen Historie relativ zum HY-Segment immer noch attraktiv. Das IG-Segment wird zusätzlich von technischen Faktoren unterstützt, allen voran von Mittelzuflüssen. Trotz guter Performance seit Jahresbeginn bleiben die HY-Mittelzuflüsse auf Jahressicht nahe unverändert.

### Schwellenländer: Nachlassende US-Zinsvolatilität hilft

- Die zurückgegangene Volatilität bei US-Staatsanleihen gab den Schwellenländeranleihen im November zusätzlichen Auftrieb. Neben der Verflachung der US-Renditestrukturkurve über den Letzten Monat trugen auch die Feuerpause im Nahostkonflikt sowie die fallenden Rohstoffpreise zur Einengung der Spreads in EM-Unternehmens- und Staatsanleihen bei.
- Sollten die Volatilität der US-Renditen sowie die geopolitische Unsicherheit weiter nachlassen, werden auch technische Faktoren für das Jahresendrallye bei Schwellenländeranleihen für mehr Rückenwind sorgen.

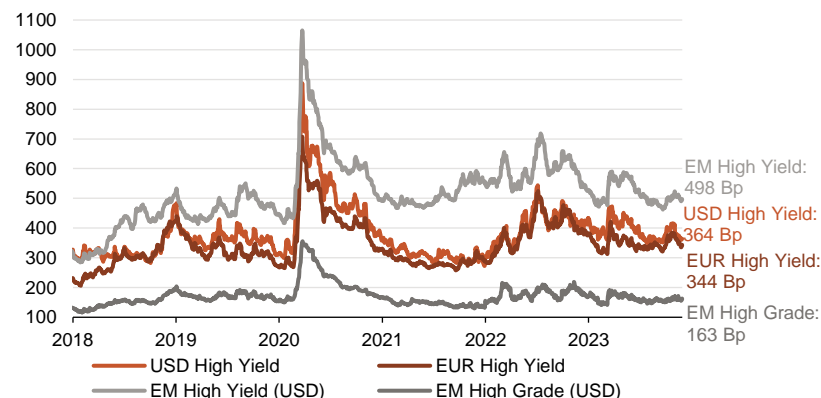
### Zuletzt wieder fallende Spreads im IG-Bereich



Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2018 – 28.11.2023

### Zinssenkungserwartungen beflügeln das HY-Segment



Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2018 – 28.11.2023

# 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

	28.11.2023	30.06.2024		31.12.2024	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
<b>USA</b>					
Leitzins	5,25-5,50	5,00-5,25	5,25	4,25-4,50	4,45
10J US-Rendite	4,32	4,60	4,23	4,60	3,94
<b>Eurozone</b>					
Leitzins	4,50	4,50	4,25	4,00	3,65
10J Bund-Rendite	2,50	2,80	2,51	2,90	2,39
<b>Großbritannien</b>					
Leitzins	5,25	5,00	5,10	4,00	4,50
10J Gilts-Rendite	4,17	4,30	4,14	4,20	3,86

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.11.2023

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





05

Rohstoffe

# Rohöl

## Zwischen Angebot und Nachfrage gefangen

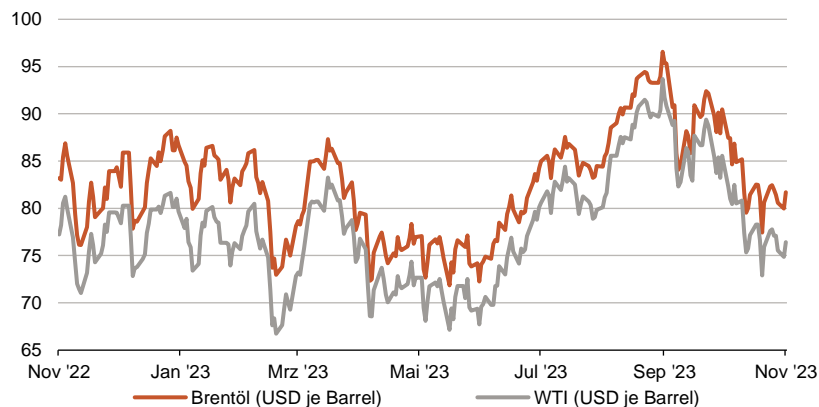


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

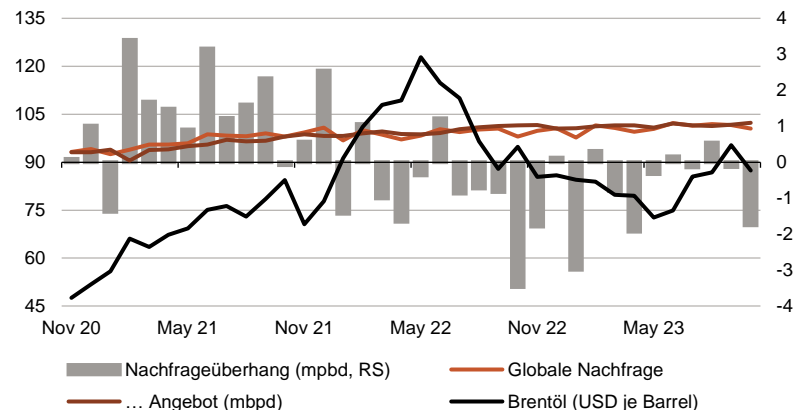
### Ohne Ausbreitung des Konflikts im Nahen Osten bleibt das Aufwärtspotenzial kurzfristig begrenzt

- Rohöl war im November zwischen Angebots- und Nachfragesorgen gefangen. Anfang des Monats setzte Rohöl noch die Abwärtsbewegung seit Mitte Oktober fort und preiste somit die Risikoprämie infolge des Israel-Hamas-Krieges wieder vollständig aus. Denn die Unsicherheit über die Auswirkungen des Krieges auf das globale Rohölangebot ebnete über die letzten Wochen ab, nachdem sich der Krieg als mehrheitlich lokaler Konflikt abzeichnete. Statt Angebotsorgen traten mit zuletzt schwächeren Konjunkturdaten und nüchterner Nachfrage-Schätzungen der Energiebehörden für 2024 dann Nachfragesorgen wieder stärker in den Fokus der Märkte. Das ersehnte OPEC-Treffen Mitte November, welches mehr Transparenz bezüglich der freiwilligen OPEC-Kürzungen schaffen und als nachhaltigerer Preistreiber dienen sollte, führte mit der Verschiebung auf Ende November lediglich zu Seitwärtsschwankungen des Ölpreises. Die OPEC und ihre Partner müssen ihre Förderpolitik für das Jahr 2024 festlegen, jedoch konnte die von Saudi-Arabien geführte Allianz bisher keine Einigung mit Angola und Nigeria erzielen, die sich gegen niedrigere Quoten für 2024 wehren.
- Bleibt der Israel-Krieg weiter lokal, dürfte der Ölpreis kurzfristig mehrheitlich datengetrieben in Bezug auf die globale Angebot- und Nachfrageentwicklung agieren. Wird die OPEC-Pattsituation nicht bald gelöst, fehlt auf der Angebotsseite jedoch ein wichtiger Preistreiber, der dem Ölpreis sonst als positiver Katalysator dienen dürfte.

### Öl-Rallye der letzten Monate geriet zuletzt ins Stocken



### Nachfragesorgen lösten zuletzt Angebotsrisiken ab



# Edel- und Industriemetalle

## Gold mit Rückenwind von allen Seiten

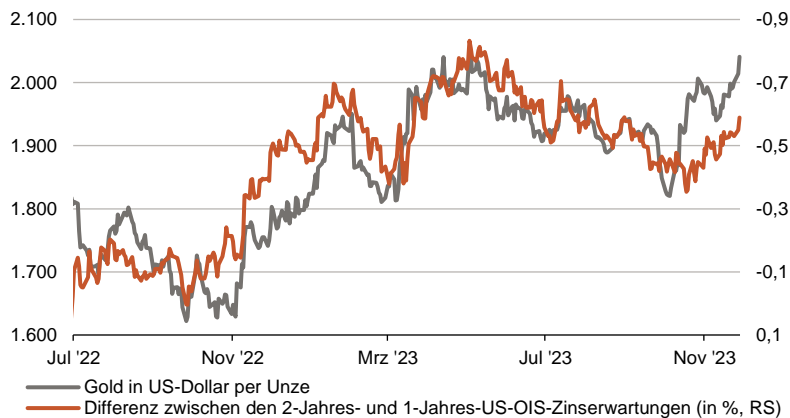


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Goldpreis nahe Allzeithoch

- Gold kletterte über den November deutlich über die USD 2.000-Marke und notiert damit so hoch wie zuletzt im Mai dieses Jahres. Gold erhielt in der zweiten Novemberhälfte neben der Nachfrage nach sicheren Häfen infolge des Israel-Kriegs Auftrieb durch schwächere US-Wirtschaftsdaten, die die Erwartungen auf baldige Zinssenkungen im nächsten Jahr verstärkten. Zudem stütze die starke Kaufaktivität in China, die auf die saisonale Nachfrage in den Monaten vor dem chinesischen Neujahrsfest zurückzuführen ist.
- Nahe des Allzeithochs ist das weitere Aufwärtspotenzial nun begrenzt. Nach einer Normalisierung der Preisentwicklung dürfte die tatsächliche Zinssenkung der Fed den nächsten starken fundamentalen Treiber liefern.

### Gold beflügelt durch Zinssenkungshoffnungen



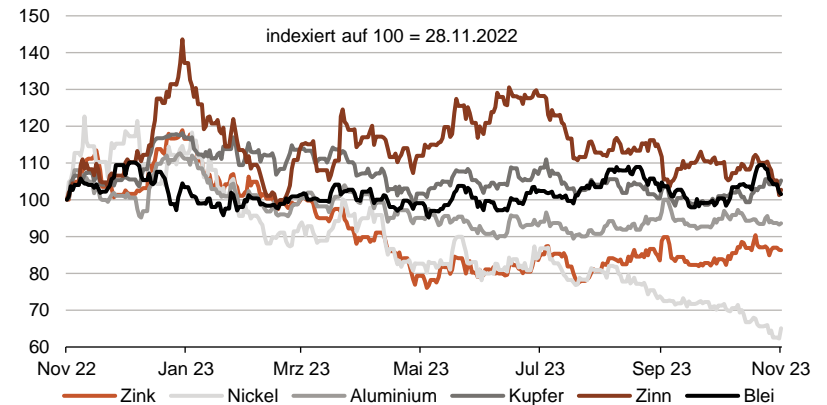
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.07.2022 – 28.11.2023

### Industriemetalle: Starke Heterogenität

- Der LME-Industriemetallindex bewegte sich im November volatil seitwärts. Unter der Oberfläche gab es jedoch viel Bewegung. So legte Kupfer über die letzten vier Wochen knapp 5 % zu, Nickel gab jedoch 9 % nach. Idiosynkratische Treiber waren für die hohe Divergenz verantwortlich: Kupfer profitierte von Nachrichten aus Panama (Schließung einer großen Mine entfachte Angebotssorgen für das rote Metall im Zuge der Energiewende), Nickel ist auf den niedrigsten Stand seit mehr als zwei Jahren gefallen, da ein Anstieg des Angebots aus Indonesien die Preisaussichten belastete.
- Der aktuelle Angebotsüberhang vieler Metalle deckelt zwar kurzfristig das Preispotenzial, die grüne Nachfrage stützt jedoch (bereits) langfristig.

### Industriemetalle mit hoher Divergenz



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 28.11.2022 – 28.11.2023



# 06

## Währungen

# Marktentwicklung

## Geld & Währung

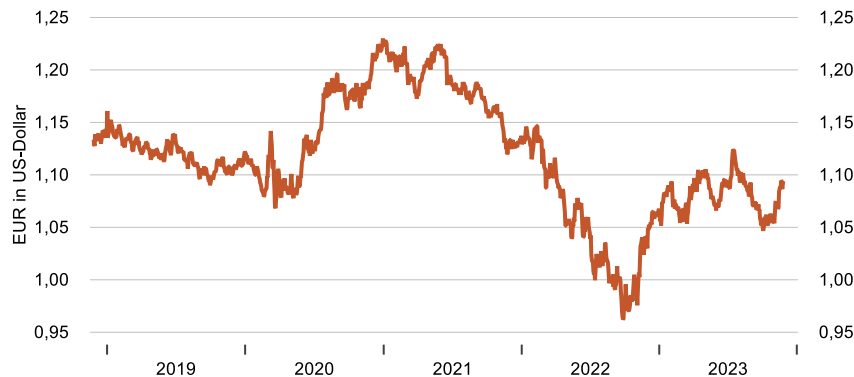


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Euro mit Zwischenhoch

- Nachdem der US-Dollar sehr stark von der „Flucht in Sicherheit“ profitiert hatte und EUR/USD zeitweilig unter die Marke von 1,05 gefallen war, lief es zuletzt besser für den Euro. Haupttreiber war der stärkere Rückgang der US-Inflationsdaten, sodass weitere Zinserhöhungen seitens der Fed am Markt ausgepreist wurden. Die Fed selbst schlug moderatere Töne an. Am langen Ende sanken die US-Zinsen stärker als die Euro-Zinsen, sodass der Dollar etwas an Attraktivität einbüßte.
- Der Euro konnte infolgedessen in den letzten Wochen zum US-Dollar zulegen. Aktuell notiert der Wechselkurs bei 1,095.

### Wechselkurs EUR/USD



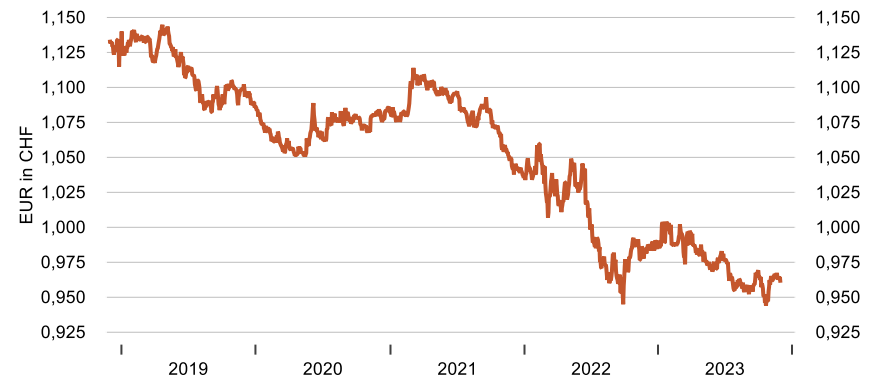
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2018 – 11/2023

### Aufwärtspotenzial des Euro bleibt begrenzt

- Eine originäre Euro-Stärke lässt sich aus den jüngsten Kursbewegungen jedoch nicht ableiten. Hauptsächlich profitiert der Euro davon, dass der US-Dollar nicht mehr ganz so heiß gehandelt wird. Gegenüber dem Franken tut sich der Euro schwerer. Zwar ging es auch bei EUR/CHF bergauf, aber deutlich moderater als bei EUR/USD. Mit aktuell gut 0,96 Franken je Euro bleibt der Wechselkurs deutlich unter der Parität.
- Für das kommende Jahr erwarten wir leichte Kursgewinne für den Euro. Ein echter Höhenflug der Gemeinschaftswährung ist jedoch nicht in Sicht.

### Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Macrobond



Zeitraum: 11/2003 – 11/2023

# Prognosen

## Einschätzungen der wichtigsten Währungen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

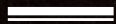
	28.11.2023	30.06.2024		31.12.2024	
<b>Wechselkursprognosen</b>	<b>Aktuell</b>		<b>Ø*</b>		<b>Ø*</b>
<b>EUR/USD</b>	1,10	1,10	1,09	1,15	1,11
<b>EUR/GBP</b>	0,87	0,86	0,88	0,85	0,88
<b>EUR/CHF</b>	0,97	0,97	0,98	0,98	1,00
<b>EUR/JPY</b>	162	160	155	161	154
<b>Veränderung zum Euro (in %)</b>					
<b>USD</b>	-	-0,1	0,9	-4,4	-1,0
<b>GBP</b>	-	0,7	-1,6	1,9	-1,6
<b>CHF</b>	-	-0,5	-1,5	-1,5	-3,5
<b>JPY</b>	-	1,3	4,6	0,7	5,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.11.2023

\*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](http://www.berenberg.de)

[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)