



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Januar | 2024

# 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 20.12.2023



# Inhaltsverzeichnis

<b>01</b>	<b>Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt</b> China-Aktien in europäische Nebenwerte gedreht	4
<b>02</b>	<b>Volkswirtschaft</b> Schwächere Konjunktur ermöglicht Zinswende	9
<b>03</b>	<b>Aktien</b> Aktienindizes dürften 2024 moderat steigen	14
<b>04</b>	<b>Anleihen</b> Ein aussichtsreiches Jahr für Anleihen	20
<b>05</b>	<b>Rohstoffe</b> Gold nahe Allzeithoch, Öl und Industriemetalle bieten mehr positives Überraschungspotenzial	25
<b>06</b>	<b>Währungen</b> Geo- und Geldpolitik sind die Haupttreiber am Devisenmarkt	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



### 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 (21.11.23 - 19.12.23)	■ YTD (30.12.22 - 19.12.23)	19.12.22 19.12.23	19.12.21 19.12.22	19.12.20 19.12.21	19.12.19 19.12.20	19.12.18 19.12.19
REITs	9,9	3,6	3,2	-20,9	41,8	-16,1	20,6
Globale Wandelanleihen	6,0	9,0	7,7	-15,8	7,3	34,1	22,5
Aktien Industrienationen	4,7	20,2	20,0	-11,2	29,7	5,2	29,5
EUR Unternehmensanleihen	3,3	7,8	6,5	-13,7	-0,4	2,6	6,5
EUR Staatsanleihen	2,8	5,7	4,4	-11,4	-0,8	2,0	3,3
Gold	1,6	9,1	10,2	5,4	4,2	15,4	21,7
Aktien Frontier Markets	1,4	7,2	4,5	-19,1	30,0	-7,6	19,0
Aktien Emerging Markets	0,7	4,4	3,6	-14,1	6,4	6,5	20,6
Euro-Übernachteinlage	0,3	3,1	3,2	-0,1	-0,6	-0,5	-0,4
Industriemetalle	-0,5	-13,1	-11,3	4,7	30,8	9,1	7,3
USD/EUR-Wechselkurs	-0,6	-2,5	-3,4	5,9	9,1	-9,3	2,3
Brent	-3,7	-0,5	5,9	48,2	68,5	-36,8	29,6

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

# Kapitalmarkt kompakt

## Ausblick nach Anlageklassen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Volkswirtschaft



- Die Weltkonjunktur verliert erheblich an Schwung. Der Inflationsdruck geht weiter zurück – aber nicht auf 2 %.
- USA: weiche Landung voraus, neuer Schwung Herbst 2024. Europa: Stagnation bis zum Frühjahr 2024.
- Geldpolitik: Zinsspitze erreicht, erste Zinssenkungen 2024.

### Aktien



- Begrenzttes Gewinnwachstum im Jahr 2024 dürfte Aufwärtspotenzial bei Aktien limitieren.
- Europa und vor allem Nebenwerte mit mehr Bewertungsausweitungspotenzial, da schon viel Negatives eingepreist ist.
- Unser Fokus liegt auf Quality-Growth-Aktien, die nicht mehr durch steigende Zinsen belastet werden sollten.

### Anleihen



- US Treasuries und UK Gilts bei Staatspapieren hoher Bonität in Lokalwährung vorn – Bundesanleihen nicht erste Wahl.
- Bei europäischen Unternehmensanleihen bevorzugen wir den Investment-Grade-Bereich und meiden Zyklis.
- In den Schwellenländern sehen wir besonders im Lokalwährungssegment Potenzial.

### Alternative Investments / Rohstoffe



- Öl trotz OPEC-Kürzungen unter Druck. Contango deutet auf hohes Angebot. Negativer Ausblick aber eingepreist.
- Gold dank Geopolitik und taubenhafter Zentralbanken nahe Allzeithoch. Achtung vor erneutem „Higher for Longer“.
- Industriemetalle weiter seitwärts. Nachfrage in China steigt schon. Kommt die westliche Industrie aus Rezession mehr Potenzial.

### Währungen



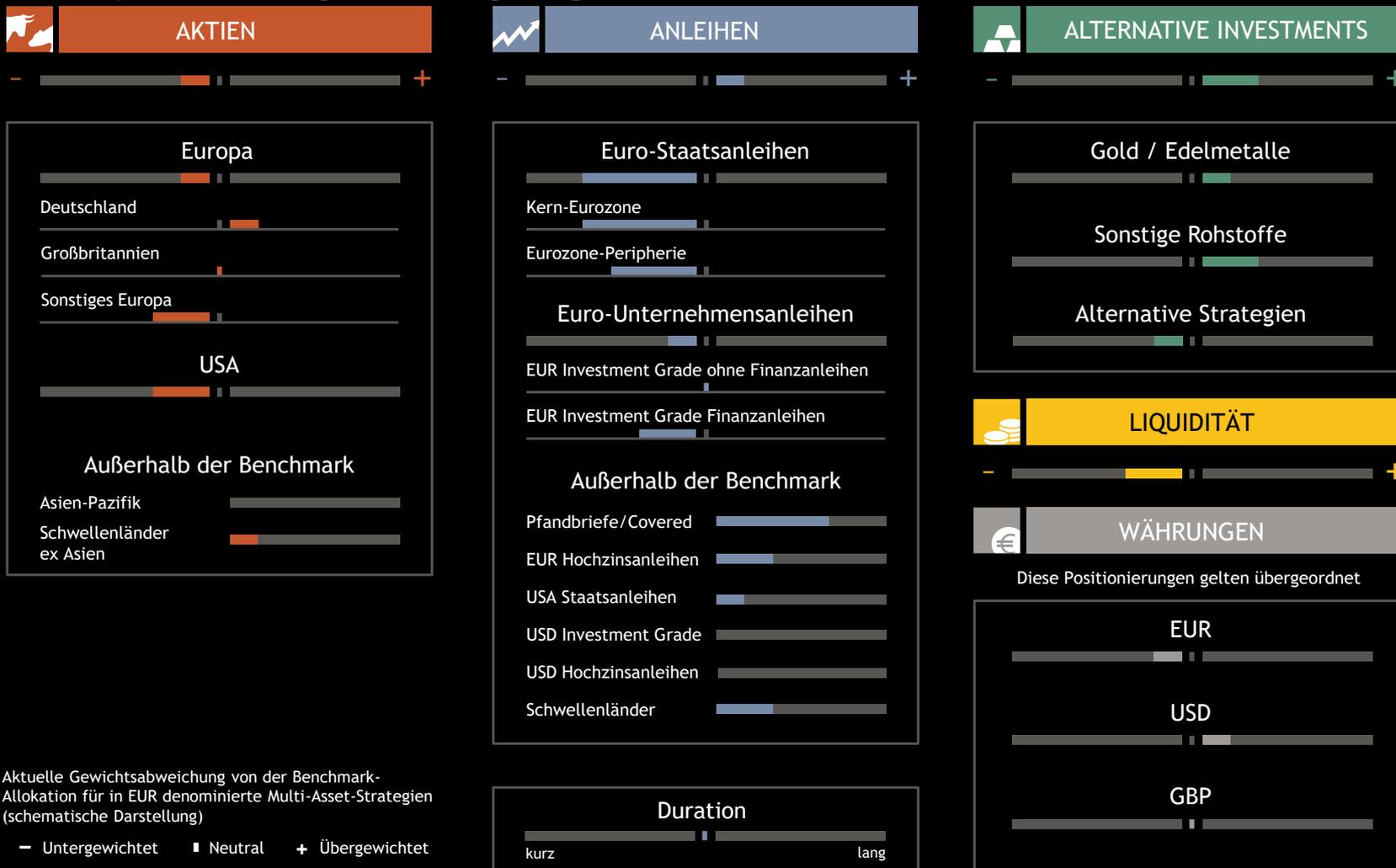
- Geo- und Geldpolitik sind die Haupttreiber am Devisenmarkt. Euro/US-Dollar: Inflationsdynamik im Fokus.
- Leitzinsen und Marktzinsen haben dem US-Dollar 2023 Schub gegeben. Doch 2024 könnte der Vorteil etwas abschmelzen.
- EUR/CHF liegt weiterhin deutlich unter der Parität. Solange geopolitische Spannungen anhalten, bleibt der Franken stark.



# 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)

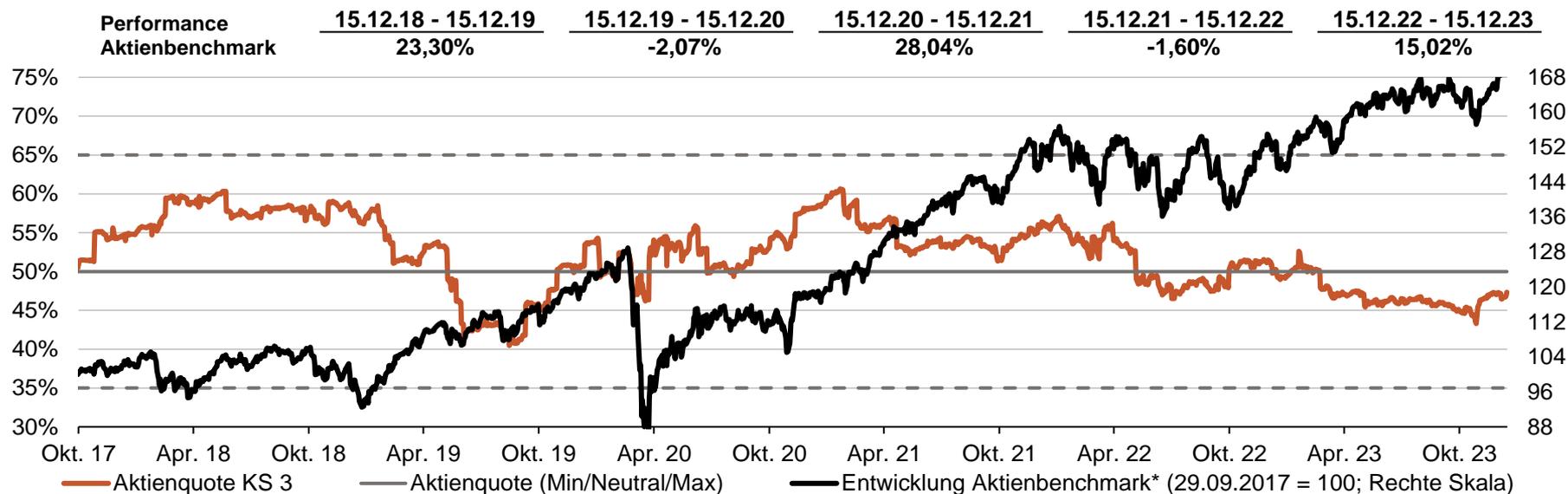
# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Rückblick für die Kernstrategie 3



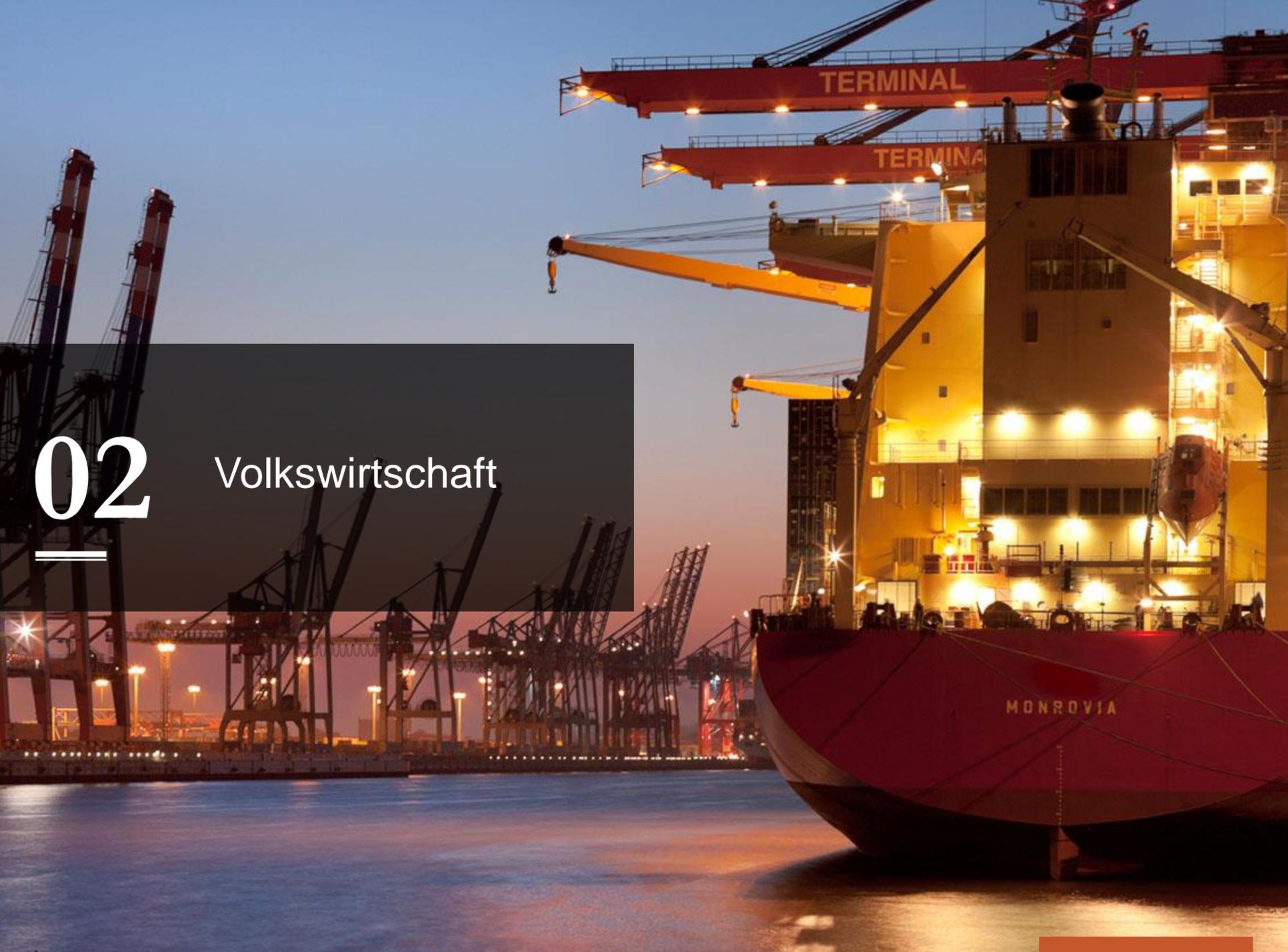
**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### 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: 15.12.2018 – 15.12.2023  
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir haben im Dezember unser Portfolio auf der Aktienseite noch mal leicht angepasst. Wir haben unser Investment in China-Aktien nach der ausgebliebenen Erholung in europäische Small Caps gedreht. Beide Segmente dürften bewertungs- und positionierungstechnisch Aufholpotenzial in 2024 haben, allerdings ist China unserer Meinung nach mit deutlich mehr Unsicherheiten (Immobilienblase, Taiwan, Trump, etc.) behaftet.
- Wir halten insgesamt 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

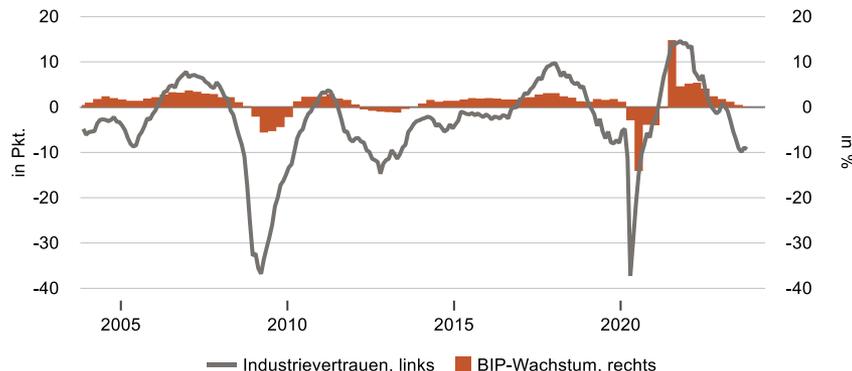


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Am Tiefpunkt der Konjunktur

- Die schwache Weltnachfrage nach Gütern sowie die Lagerkorrekturen treffen insbesondere Länder wie Deutschland, die sich auf die Ausfuhr von Waren spezialisiert haben. Angesichts einer schwächeren Nachfrage bauen die Unternehmen jetzt ihre Lagerbestände ab.
- Allerdings dauert es oftmals nur etwa drei Quartale, bis Unternehmen ihre Lager hinreichend geräumt haben und dann wieder mehr produzieren. Der Anstieg einiger Stimmungsindikatoren, zu denen auch das deutsche ifo Geschäftsklima gehört, deutet darauf hin, dass das verarbeitende Gewerbe Ende 2023 den Tiefpunkt erreicht haben wird.

### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



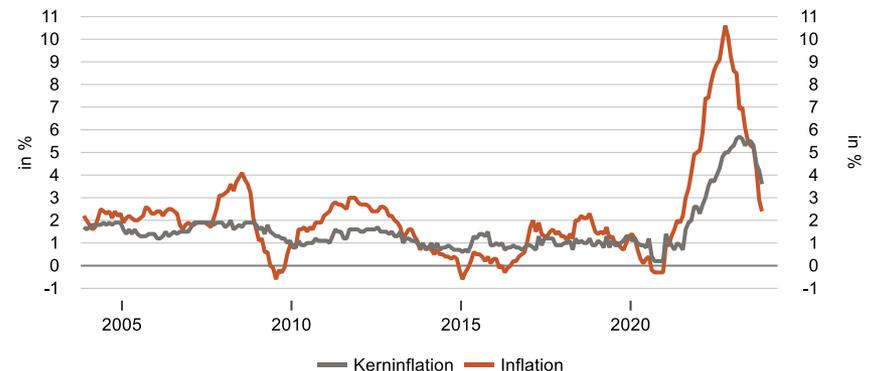
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2003 – 11/2023

### Ein neuer Aufschwung im kommenden Jahr

- Viele Unternehmen halten sich derzeit angesichts großer Unsicherheiten mit Investitionen zurück. Sobald die Konjunktur nach dem Ende der Lagerkorrektur wieder etwas Tritt gefasst hat, werden sie wieder mehr investieren, um Lieferketten neu zu strukturieren und knappe Arbeitskräfte zu ersetzen.
- Auch die Kauflust der Verbraucher dürfte wieder etwas zunehmen. Mit der Rückkehr der US-Wirtschaft zu normalem Wachstum wird die Konjunktur in Europa im kommenden Sommer wohl wieder ein Tempo erreichen, das etwas über die Trendrate des Wachstums von 1,3 % hinausgeht.

### Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2003 – 11/2023

# Großbritannien

## Konjunktur- und Preisentwicklung

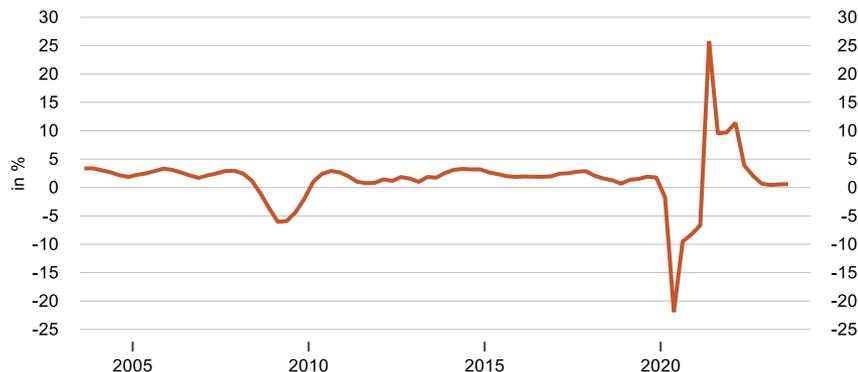


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Die Stimmung verbessert sich

- Da der Kostendruck nachlässt, erholt sich das Vertrauen der britischen Unternehmen zusehends. Das Lloyds Bank Business Barometer hat sich im November erneut verbessert, da sich die Erwartungen hinsichtlich der Wirtschaftsaussichten verbessert haben. Mit einem Vorlauf von etwa sechs Monaten ist die Umfrage seit jeher ein nützlicher Indikator für die allgemeine Entwicklung des realen BIP.
- Die Umfrage deutet darauf hin, dass sich die britische Wirtschaft ab Sommer 2024 deutlich erholen wird. Das passt zu unserer eigenen Konjunkturprognose.

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



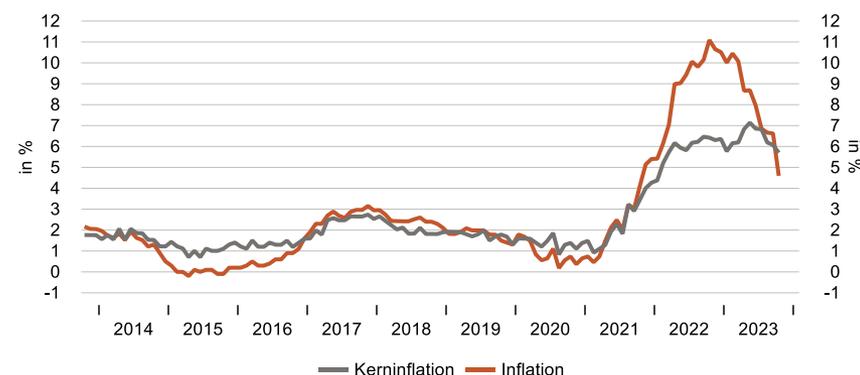
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2003 – 09/2023

### Bank of England lässt Leitzins unverändert

- Obwohl die längerfristigen Perspektiven günstig sind und die Unternehmen wieder zuversichtlicher werden, bleiben die kurzfristigen Wirtschaftsaussichten durch inländische und internationale Risiken getrübt.
- Die Bank of England (BoE) hat den Leitzins im Dezember unverändert gelassen. Damit bleibt die „Bank Rate“ bei 5,25 %. Die Entscheidung fiel mit 6:3 Stimmen nicht einstimmig. Drei Mitglieder des Komitees votierten für eine weitere Zinserhöhung um 25 Basispunkte. Derweil ist die Inflation im November stärker als erwartet von 4,6 % auf 3,9 % gefallen. Das dürfte den „Falken“ im Zentralbankrat den Wind aus den Segeln nehmen. Der nächste Sitzungstermin der BoE ist der 1. Februar 2024.

### Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2013 – 10/2023

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

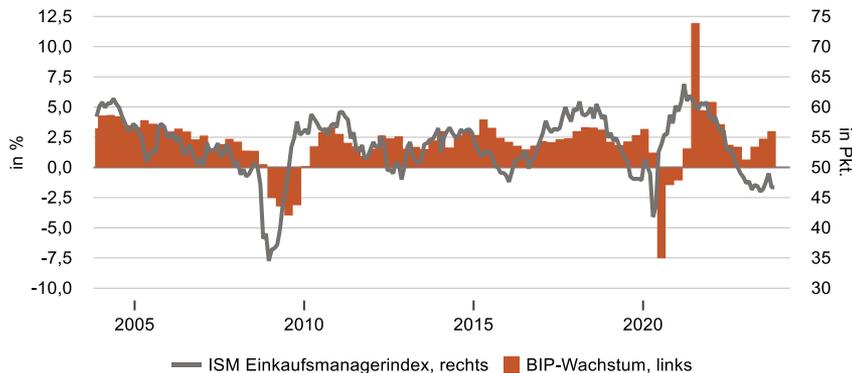


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Weiche Landung voraus

- Trotz der energischen Zinswende der US-Fed hat sich die US-Konjunktur bisher weit besser gehalten als erwartet. Allerdings wirkt die Geldpolitik zeitlich verzögert. Viele Wirtschaftsdaten deuten darauf hin, dass sich die US-Konjunktur spürbar abkühlt. Für die erste Hälfte des kommenden Jahres zeichnet sich eine sanfte Landung ab.
- Auch wenn die USA vermutlich eine Rezession vermeiden können, bedeutet selbst eine sanfte Landung, dass das Wachstum für einige Zeit weitgehend zum Erliegen kommt. Gerade für Investitionen, Wohnungsbau und den privaten Verbrauch rechnen wir für die kommenden zwei Quartale mit einer Stagnation.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



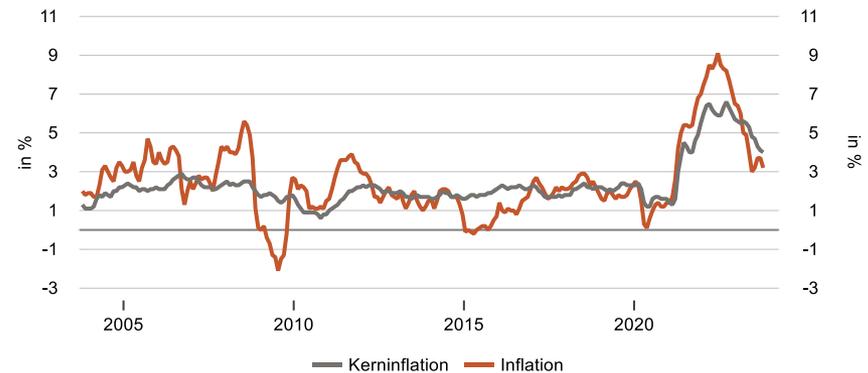
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2002 – 11/2023

### Neuer Schwung Herbst 2024

- Die einstweilige Wirtschaftsschwäche wird dazu beitragen, den Inflationsdruck in den USA weiter zu vermindern. Ab Mitte 2024 dürfte dann eine weniger straffe Zinspolitik die konjunkturellen Aufwärtskräfte stärken. Angesichts einer strukturell hohen Nachfrage nach Wohnraum kann auch der Wohnungsbau vermutlich ab Sommer 2024 wieder zulegen.
- Die Fiskalpolitik trägt ebenfalls zum Zuwachs der Nachfrage bei. Wir erwarten deshalb, dass die US-Wirtschaft im Herbst 2024 wieder eine annualisierte Wachstumsrate von 2 % erreichen kann.

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 18.12.2023

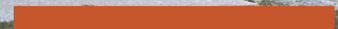
\* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

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



03

Aktien



# Marktentwicklung

## Aktienindizes dürften 2024 moderat steigen

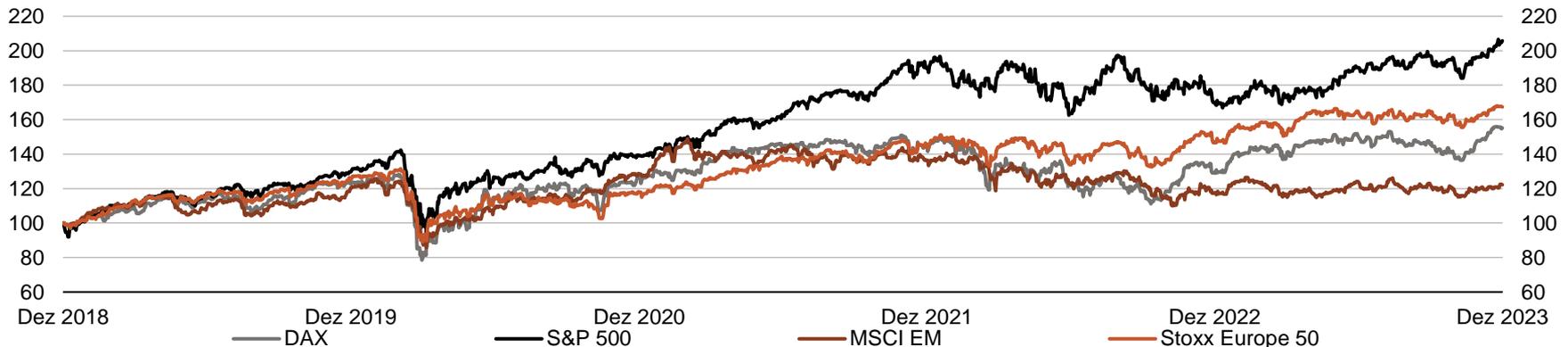


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Nachzügler dürften 2024 besser abschneiden

- Der von uns für den Herbst avisierte Rücksetzer ist tatsächlich eingetreten. Von der Spitze gaben die großen Aktienmärkte mehr als 10 % nach, ehe Anfang November eine starke Erholungsrallye einsetzte – getrieben vor allem durch fallende Zinsen und eine niedrigere Volatilität. Lateinamerika setzte seine Outperformance fort und bleibt eine der besten Regionen weltweit. Eurozonen-Aktien schlossen zu US-Aktien wieder auf. Nebenwerte und asiatische Schwellenländer bleiben hingegen die relativen Verlierer 2023.
- Nächstes Jahr dürfte unserer Meinung nach die Marktbreite wieder ansteigen und damit die Nachzügler von 2023 Aufholpotenzial besitzen. Dafür spricht, dass die „Magnificent 7“ ein starker Konsensus-Trade sind, der viele Zuflüsse 2023 gesehen hat, und die Bewertungen teilweise das gewiss hohe zu erwartende Gewinnwachstum vorwegnehmen. Wir mögen neben Nebenwerten mit gesunden Bilanzen vor allem auch Unternehmen aus der Gesundheitsbranche und Aktien mit China-Bezug, wie beispielsweise Luxusgüterhersteller. Unser Fokus liegt klar auf europäischen Quality-Growth-Werten, die nun keinen Gegenwind mehr durch steigende Zinsen verspüren und von ihren überdurchschnittlich hohen Gewinnwachstumsraten profitieren dürften. „Value“-Regionen wie Lateinamerika und Großbritannien mögen wir weiterhin aus Diversifizierungsgründen.

### Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 18.12.2018 – 18.12.2023



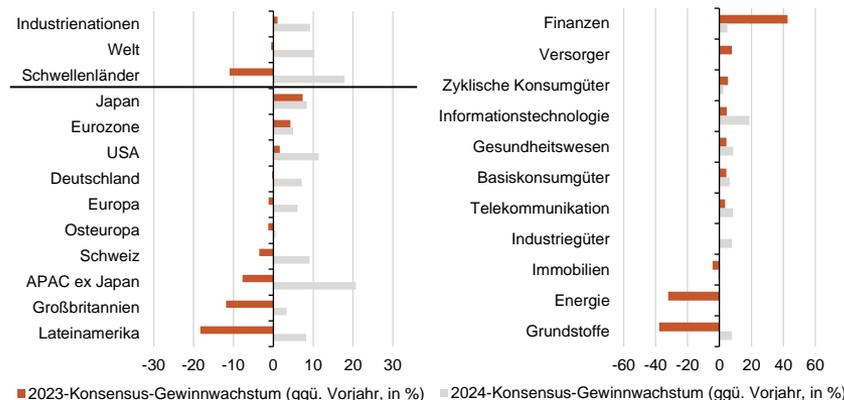
# Unternehmensgewinne

## Moderate, negative Gewinnrevisionen für 2024 wahrscheinlich

### Vom Konsens erwartetes Gewinnwachstum zu ambitioniert

- Der Konsensus ist optimistisch und erwartet nach einer Gewinnstagnation dieses Jahr ein Wachstum der globalen Gewinne von ca. 9 % für 2024 inklusive einer Margenausweitung. Das halten wir für zu ambitioniert: Das Wirtschaftswachstum dürfte sich laut unserer Ökonomen im ersten Halbjahr abschwächen. Immer noch erhöhte Lohninflation und steigende Refinanzierungskosten der Unternehmen zusammen mit der nun stärker einsetzenden Disinflation dürften das Gewinnwachstum limitieren.
- Vor dem Hintergrund dürften die Gewinnmargen bestenfalls stabil bleiben, sodass das Gewinnwachstum dem Umsatzwachstum entsprechen dürfte. Entsprechend rechnen wir mit einem globalen Gewinnwachstum von 4-6 % im Jahr 2024.

### Starker Konsens birgt negatives Überraschungspotenzial



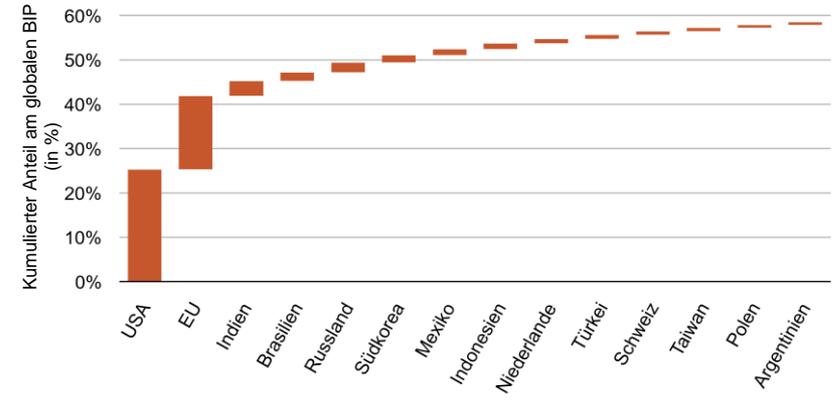
Quelle: Factset, MSCI Europe Sektoren, eigene Berechnungen

Stand: 18.12.2023

### Begrenztes Gewinnwachstum im Jahr 2024

- Das Aufwärtspotenzial wird jedoch durch eine niedrige Risikoprämie für Aktien, ein nur mäßiges Gewinnwachstum 2024 und Anzeichen dafür, dass der Markt bereits eine sanfte Landung einpreist, begrenzt. Insgesamt erachten wir somit sowohl das Potenzial aufwärts (Gewinne, Bewertungen, optimistische Anlegerstimmung) als auch abwärts (Positionierung nicht extrem, Zentralbanken wohl unterstützender) für Aktien als begrenzt.
- Ein moderater Rücksetzer in H1 nach der Rallye seit Herbst 2023 angesichts kühlerer Konjunkturdaten scheint uns nicht unwahrscheinlich. Zumindest neben der US-Präsidentenwahl Wahlen in knapp 40 Ländern 2024 anstehen. Diese dürften naturgemäß für etwas Volatilität an den Märkten sorgen.

### 2024 ist Wahljahr: Wahl-Länder mit ca. 60% des globalen BIPs



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Stand: BIP-Zahlen des Jahres 2022, per 31.12.2022

# Performance und Bewertung

## Bewertungsausweitung wohl nur in Europa möglich

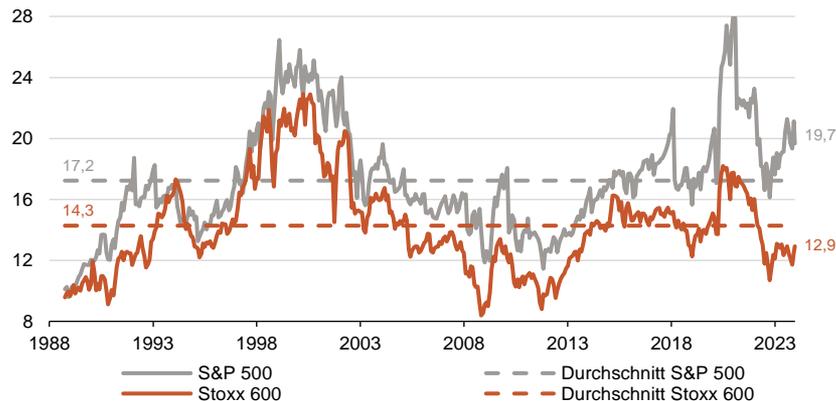


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Potenzial für Bewertungsausweitung limitiert

- Die jüngste Rallye war stark bewertungsgetrieben. So steht das Forward-KGV für den S&P 500 nun wieder bei 19,7, oberhalb des historischen Durchschnitts von 17,2. Ein Treiber waren die starken Zuflüsse dieses Jahr in US-Fonds, insbesondere Tech – der einzige Aktiensektor mit massiven Zuflüssen dieses Jahr, dank KI-Euphorie.
- Damit dürfte es ohne sehr stark fallende Zinsen keine große Bewertungsausweitung geben. Andere Segmente, wie europäische Aktien und Nebenwerte, sind hingegen günstig im Vergleich zur eigenen Historie bewertet. Sie preisen einen Wirtschaftsabschwung bereits ein und sind in internationalen Portfolios unterrepräsentiert.

### Jüngste Rallye war stark bewertungsgetrieben



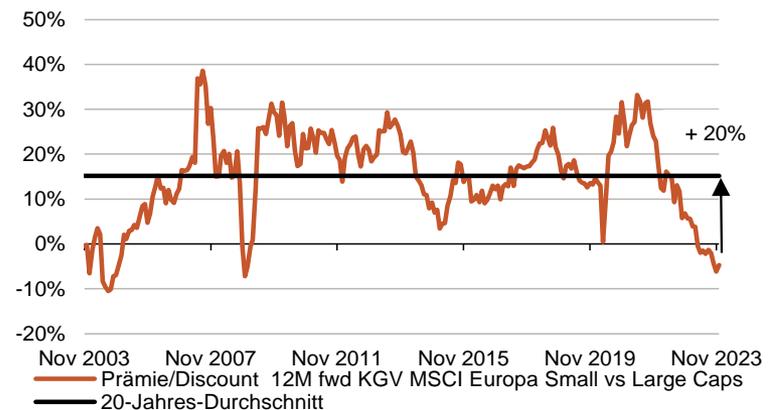
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 31.12.1987 – 18.12.2023

### Nebenwerte mit relativem Aufholpotenzial

- Sollten unsere Ökonomen recht behalten und sich das europäische Wachstum ab dem zweiten Quartal 2024 wieder beschleunigen, dürften dann nicht nur die Gewinne, sondern auch die Bewertungen europäischer Unternehmen steigen.
- Vor allem die tendenziell zinsensensitiven Nebenwerte haben relatives Aufholpotenzial. So handeln europäische Small Caps auf KGV-Basis mit einem Abschlag von 5 % ggü. den Large Caps. Würden wir zum Durchschnitt der letzten 20 Jahre zurückkehren, hätten Nebenwerte ein relatives Aufholpotenzial von mehr als 20 %. Wir sehen das als große Opportunität für 2024 an.

### Europäische Small Caps sind historisch attraktiv



Quelle: Factset, eigene Berechnungen

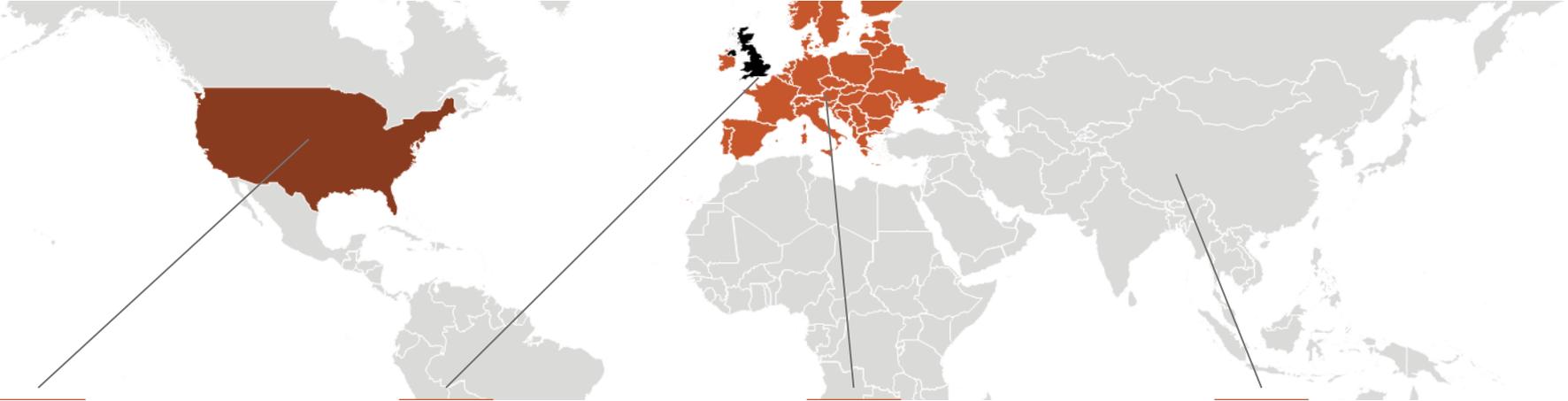
Zeitraum: 30.11.2003 – 30.11.2023

# 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

#### Neutral

- 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.

### 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	18.12.2023	30.06.2024	31.12.2024	in 12 Monaten
S&P 500	4.741	4.700	4.850	5.096
DAX	16.651	17.300	18.000	19.250
Euro Stoxx 50	4.521	4.700	4.800	5.007
MSCI Großbritannien	2.181	2.350	2.400	2.554
<b>Indexpotenzial (in %)</b>				
S&P 500	-	-0,9	2,3	7,5
DAX	-	3,9	8,1	15,6
Euro Stoxx 50	-	4,0	6,2	10,7
MSCI Großbritannien	-	7,8	10,1	17,1

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 18.12.2023

\*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

# 04

## Anleihen



# Staatsanleihen

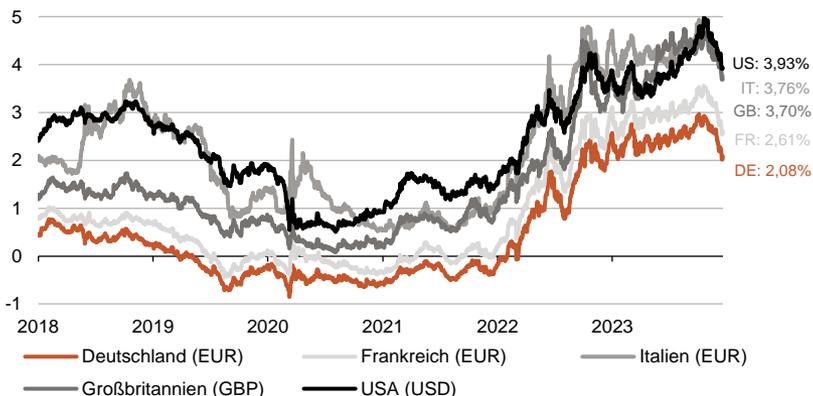
## Der Ausblick bietet weiterhin Chancen



### Die guten Zeiten sind nicht vorbei

- Die seit rund einem Jahr disinflationäre Entwicklung sowie der zuletzt damit einhergehende Verzicht der großen Zentralbanken auf eine Fortsetzung ihrer zinspolitischen Straffung haben den Anleihemärkten jüngst ordentlich Auftrieb gegeben. Das heißt nicht, dass jetzt schwächere Zeiten folgen müssen. Im Gegenteil: Auch für das Jahr 2024 sehen wir mehrere Möglichkeiten, mit Festverzinslichen positive Erträge zu erzielen.
- Dass sich Staatsanleihen hoher Bonität mit einem positiven Abschlussquartal aus dem Jahr 2023 verabschieden, dürfte zumindest für den angelsächsischen Raum in jeweiliger Lokalwährung für die kommenden zwölf Monate wegweisenden Charakter besitzen.

### Fallende Renditen beflügeln Anleihen in der Breite



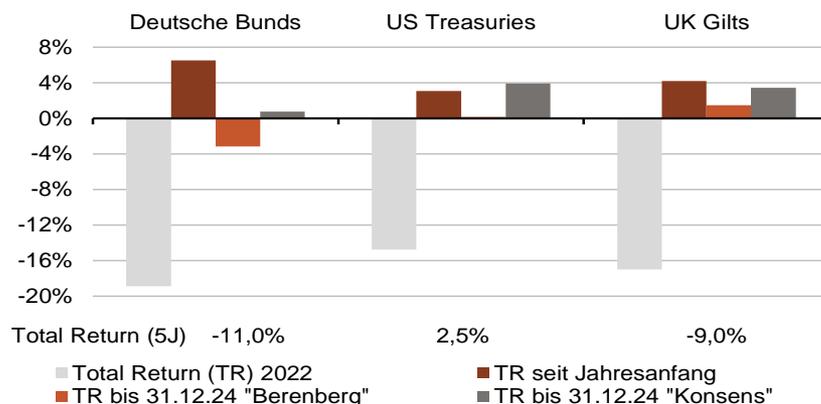
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 18.12.2023

### Bundesanleihen nicht erste Wahl

- Zwar sind wir bezüglich der weiteren Entwicklung der Renditen im zehnjährigen Laufzeitsegment sowohl für US Treasuries als auch für UK Gilts vorsichtiger als die Konsensschätzung, doch selbst bei leicht steigenden Renditen wird die laufende Verzinsung ausreichend sein, um insgesamt positive Erträge zu erzielen. Deutsche Bundesanleihen dagegen sehen sich aufgrund ihrer niedrigeren Basisverzinsung stärkerem Gegenwind ausgesetzt.
- Über alle drei Währungsräume stützt allerdings unsere Erwartung, dass die Notenbanken bei weiter rückläufiger Inflation geldpolitische Spielräume nutzen und ihre Leit-zinsen im Jahresverlauf senken. US Fed und BoE gehen dabei voraussichtlich dynamischer voran als die ECB.

### Staatsanleihen selektiv mit positiven Aussichten für 2024



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7–10 Jahre, TR)

Zeitraum: 13.12.2018 – 13.12.2023

# Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

## Gute Ertragschancen in selektiven Segmenten

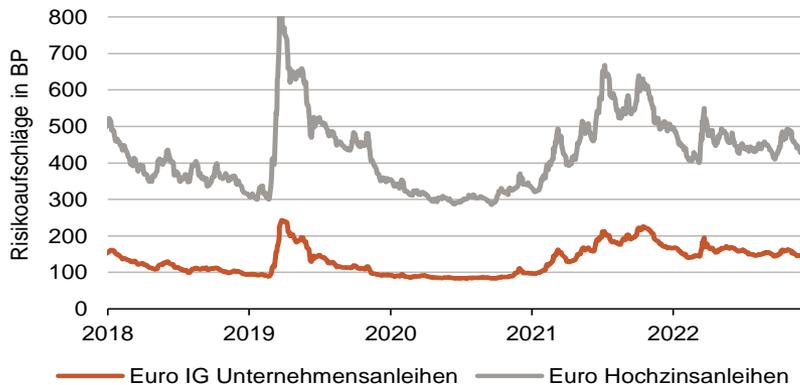


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### IG und HY: Konjunkturrisiken nicht eingepreist

- Unternehmensanleihen haben konjunkturelle Risiken im abgelaufenen Jahr völlig ignoriert. Sowohl HY- als auch IG-Segmente profitierten von deutlich sinkenden Risikoaufschlägen. Es zeigen sich jedoch zunehmend Risse in der Konjunktur und den Unternehmensergebnissen, und Emittenten mit schwachen Quartalsergebnissen werden mittlerweile vom Markt abgestraft.
- Wir bevorzugen daher IG-Bereich gegenüber HY. Angesichts überzeugender Quartalsergebnisse und attraktiver Bewertungen halten wir ebenfalls an der Übergewichtung von Finanzanleihen fest, während wir zyklische Sektoren meiden. Die Beimischung von Pfandbriefen erhöht die Stabilität und Kreditqualität des Portfolios.

### IG und HY: 2023 wiederholt sich nicht



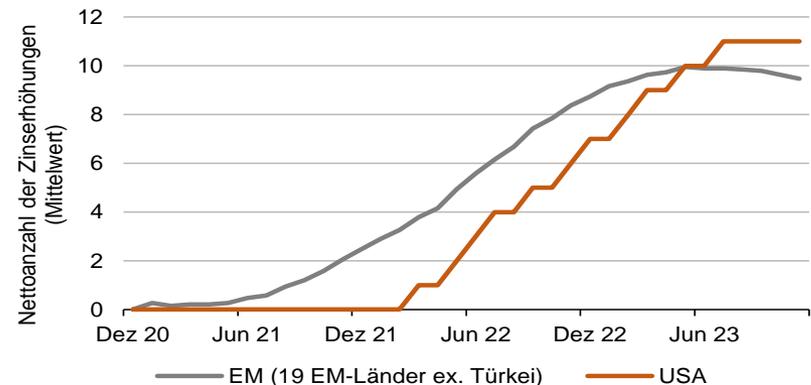
Quelle: ICE, eigene Berechnungen

Zeitraum: 31.12.2018 – 11.12.2023

### EM: Lokalwährungsanleihen attraktiver denn je

- Lokalwährungssegment profitiert von einer hohen laufenden Verzinsung sowie von der Tatsache, dass einige Zentralbanken in den Schwellenländern bereits erste Zinssenkungen eingeleitet haben. Tatsächlich haben die Notenbanken in vielen Entwicklungsländern in diesem Zyklus entschlossener agiert als ihre Pendants in den Industrienationen.
- Wir setzen in den lokalen Märkten auf Länder, die sich in einer frühen Phase des Zinszyklus befinden, zum Beispiel Brasilien und Mexiko. Darüber hinaus erwarten wir perspektivisch eine Angebotsverknappung, was die positiven Aussichten zusätzlich unterstützen dürfte.

### Zentralbanken stützen Lokalwährungspapiere



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 31.12.2020 – 30.11.2023

# 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

- Anleihen in Lokalwährung bleiben weiterhin attraktiv, da es zuletzt netto mehr Zinssenkungen als Zinserhöhungen von EM-Zentralbanken (z.B. Brasilien und Chile) gab.
- Wir präferieren Staatsanleihen gegenüber IG-Unternehmensanleihen in Hartwährung aufgrund höherer Rendite sowie längerer Duration.



#### 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

	18.12.2023	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	5,20	4,25-4,50	4,45
10J US-Rendite	4,02	4,30	4,19	4,40	3,91
<b>Eurozone</b>					
Leitzins	4,50	4,50	4,30	4,00	3,70
10J Bund-Rendite	2,17	2,60	2,41	2,70	2,24
<b>Großbritannien</b>					
Leitzins	5,25	5,00	5,15	4,00	4,50
10J Gilts-Rendite	3,83	4,00	4,02	4,00	3,75

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 18.12.2023

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



05

Rohstoffe

# Rohöl

## Angebotsorgen aktuell vom Tisch

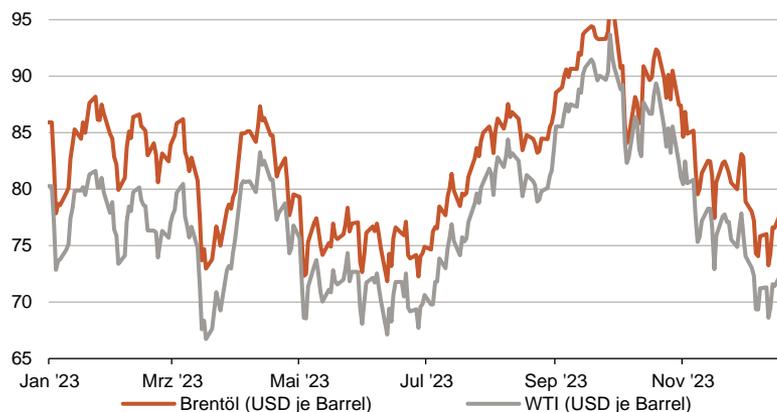


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

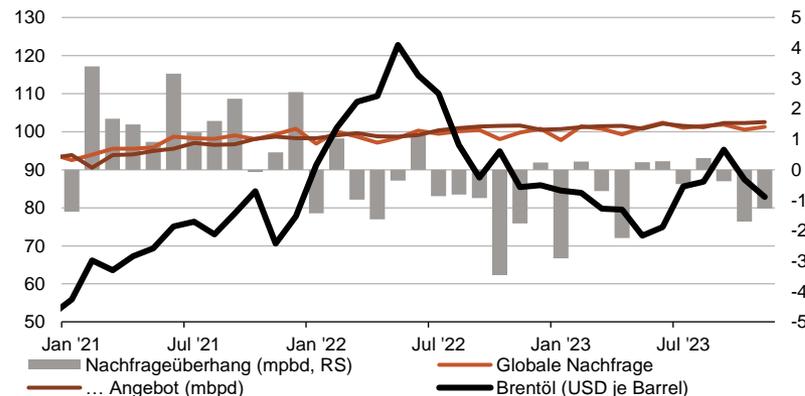
### Starke Nicht-OPEC-Produktion trifft auf schwächelnde Konjunktur

- Brent fiel Anfang Dezember erstmals seit Juni unter die Marke von 74 USD je Barrel und das, obwohl die OPEC+ zusätzliche, jedoch nur freiwillige, Kürzungen in Aussicht stellte. Anleger scheinen mittlerweile davon überzeugt, dass der Ölmarkt nicht so eng ist, wie von vielen zunächst erwartet. Dies signalisieren aktuell auch die Future-Kurven, die sich wieder im Contango (kürzere Kontrakte sind günstiger als längere Kontrakte) befinden. Verbraucher zahlen also keine Verfügbarkeitsprämie mehr.
- Dass trotz der starken Kürzungen seitens der OPEC+ und des schwelenden Konflikts im Nahen Osten keine Sorgen vor einer kurzfristigen Angebotsknappheit bestehen, liegt vor allem an den Produktionsausweitungen von Nicht-OPEC-Staaten. So ist allein in den USA die Produktion dieses Jahr um mehr als eine Million Barrel pro Tag gestiegen. Gleichzeitig trüben sich die Konjunkturindikatoren im Westen ein und deuten auf ein weiche Landung im nächsten Jahr, sodass sich das Nachfragewachstum kurzfristig in Grenzen halten dürfte.
- Kurzfristig scheint fundamental damit das Aufwärtspotenzial begrenzt, positive Überraschung könnten ein kalter Winter oder stärkere Konjunkturdaten bieten. Aber auch die Abwärtsrisiken scheinen mittlerweile begrenzt, nicht zuletzt wegen der sehr pessimistischen Anlegerpositionierung. Mittelfristig überwiegen die Aufwärtsrisiken aufgrund niedriger Lagerbestände, unzureichender Investitionen auf der Angebotsseite und steigender Nachfrage aus Schwellenländern.

### Öl seit Jahresanfang (deutlich) negativ



### Ölmarkt den dritten Monat in Folge im Überschuss



# Edel- und Industriemetalle

## Gold mit Rückenwind von allen Seiten

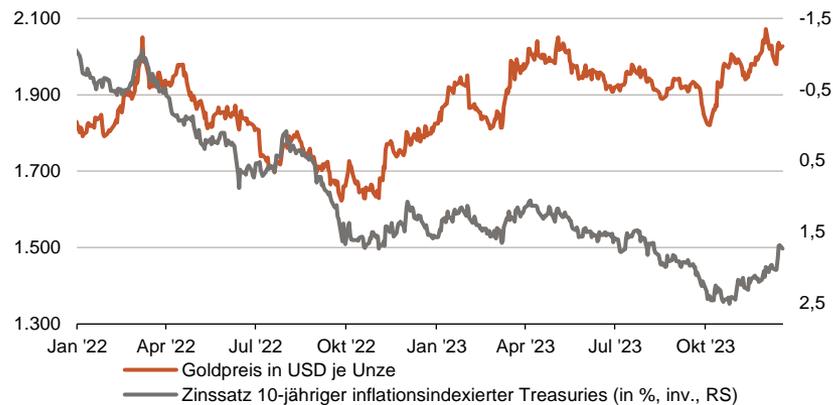


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Goldpreis nahe Allzeithoch

- Gold glänzte im vierten Quartal. Rückenwind kam dabei von allen Seiten: Erst beflügelt durch die gestiegene Nachfrage nach sicheren Häfen im Zuge der geopolitischen Eskalation im Nahen Osten und später gestützt durch niedrigere Realzinsen und einen schwächeren US-Dollar, knackte Gold die Marke von 2.000 USD je Unze.
- Nahe des Allzeithochs ist das weitere Aufwärtspotenzial nun begrenzt. Nach einer Normalisierung der Inflation bedarf es wohl der tatsächlichen Zinssenkung der Fed als nächsten starken fundamentalen Treiber. Ein erneutes Aufkochen der Sorgen um ein „Higher for Longer“ würden das Edelmetall hingegen belasten.

### Gold beflügelt durch fallende Realzinsen

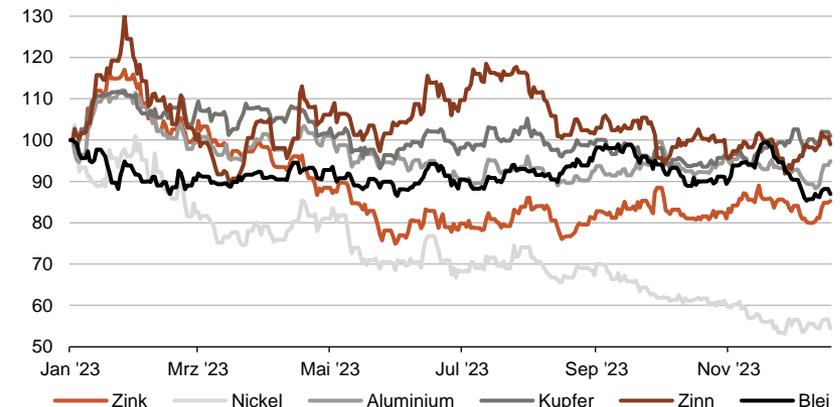


Zeitraum: 01.01.2022 – 18.12.2023

### Industriemetalle brauchen konjunkturelle Impulse

- Der LME-Industriemetallindex fiel zu Beginn des vierten Quartals auf den niedrigsten Stand des Jahres. Der Metallkomplex litt im Gegensatz zu seinen Edelmetall- und Energierohstoffpendants unter den möglichen Folgen des Israel-Kriegs für die globale Konjunktur.
- Mittlerweile zeichnet sich allerdings eine Stabilisierung ab. Denn während vor allem in China die Nachfrage merklich steigt, kämpft das Angebot zum Beispiel bei Kupfer mit Produktionsproblemen.
- Für nennenswertes Aufwärtspotenzial bedarf es sicherlich aber auch der positiven konjunkturellen Entwicklung im Westen. Langfristig dürften viele Metalle immer knapper und damit teurer werden.

### Industriemetalle im Seitwärtstrend



Zeitraum: 01.01.2023 – 18.12.2023



# 06

## Währungen

# Marktentwicklung

## Geld & Währung

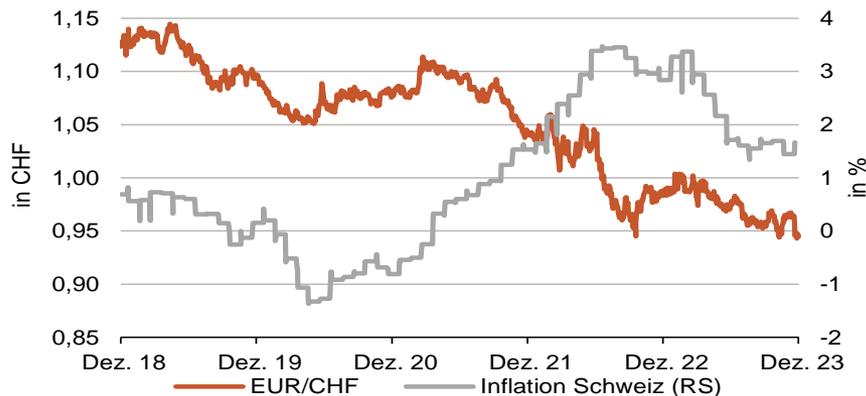


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Geopolitik und Geldpolitik sind die Haupttreiber

- Auch auf dem aktuellen Niveau bleibt der US-Dollar gemessen an fundamentalen Kriterien überbewertet. Das liegt insbesondere an der geopolitischen Situation, die immer wieder Gelder in den sicheren Anlegehafen US-Dollar treibt. Daran dürfte sich auch im kommenden Jahr nicht viel ändern.
- Wenn die Weltlage annähernd so instabil bleibt wie in diesem Jahr, wird es immer wieder Anlässe geben, US-Dollar-Positionen aufzubauen. Der Greenback dürfte deshalb ähnlich wie der Schweizer Franken, der ebenfalls in Krisenzeiten nachgefragt wird, strukturell stark bleiben.

### Schweizer Franken als sicherer Hafen weiter gefragt



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11.12.2018 – 11.12.2023

### Der US-Zinsvorteil könnte 2024 abschmelzen

- Die letzten Inflationsdaten sprechen dafür, dass die Notenbanken den Fuß im kommenden Jahr etwas vom Bremspedal lösen können, um die Konjunktur zu unterstützen. Die US-Notenbank könnte etwas früher beginnen, den Leitzins zu senken. Auch dürfte sie ihn im Jahresverlauf stärker senken als die EZB.
- Insgesamt spricht das für einen etwas schwächeren US-Dollar und somit für einen stärkeren Euro. Der starke Rückgang der Euro-Inflation im November und die darauf folgende Reaktion des Devisenmarktes mit einem wieder schwächeren Euro zeigen aber, wie sehr der Devisenmarkt von Inflationsdaten und der Annahme über die weitere Geldpolitik abhängt.

### Hält der Zinsvorsprung der USA?



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11.12.2018 – 11.12.2023

# Prognosen

## Einschätzungen der wichtigsten Währungen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

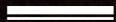
	18.12.2023	30.06.2024		31.12.2024	
	Aktuell		Ø*		Ø*
<b>Wechselkursprognosen</b>					
EUR/USD	1,09	1,12	1,10	1,15	1,12
EUR/GBP	0,86	0,86	0,88	0,85	0,88
EUR/CHF	0,95	0,96	0,98	0,97	1,00
EUR/JPY	156	162	155	161	155
<b>Veränderung zum Euro (in %)</b>					
USD	-	-2,5	-0,7	-5,0	-2,5
GBP	-	0,4	-1,9	1,6	-1,9
CHF	-	-1,3	-3,3	-2,4	-5,3
JPY	-	-3,7	0,6	-3,1	0,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 18.12.2023

\*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)