



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Februar | 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 ein Online-Glossar zur Verfügung. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>.

Datum 26.01.2024



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Gewinne bei US-Aktien mitgenommen	4
02	Volkswirtschaft Der Zinsgipfel scheint erreicht. Zinssenkungen im Laufe des Jahres hellen den Ausblick auf	9
03	Aktien Aktienmärkte mit Allzeithochs nach holprigem Jahresstart	14
04	Anleihen Zentralbanken wieder am Zug	20
05	Rohstoffe Gold nahe Allzeithoch, Öl und Industriemetalle brauchen positive konjunkturelle Impulse	25
06	Währungen Inflationsdaten und die Implikationen für die Geldpolitik dominieren den Devisenmarkt	28

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt



Kapitalmarkt kompakt

Rückblick



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

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

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (27.12.23 - 24.01.24)	■ YTD (29.12.23 - 24.01.24)	24.01.23	24.01.22	24.01.21	24.01.20	24.01.19
Aktien Frontier Markets	4,2	3,4	8,1	-15,5	19,2	-7,4	18,5
Aktien Industrienationen	2,8	2,6	17,9	-3,0	18,8	5,9	26,2
Brent	2,7	5,6	2,5	34,2	84,0	-27,7	12,3
USD/EUR-Wechselkurs	2,0	1,4	0,0	4,0	7,5	-9,4	2,5
Euro-Übernachteinlage	0,2	0,2	3,3	0,1	-0,6	-0,5	-0,4
Globale Wandelanleihen	0,1	0,2	4,9	-7,1	-6,8	37,7	19,8
Aktien Emerging Markets	-0,9	-2,6	-3,2	-8,9	-3,7	15,1	15,4
Industriemetalle	-0,9	-0,5	-17,3	5,3	41,5	11,3	2,5
Gold	-1,1	-1,1	3,9	9,4	6,7	7,0	25,7
EUR Unternehmensanleihen	-1,2	-0,9	4,6	-11,6	-1,6	1,9	6,5
EUR Staatsanleihen	-1,5	-1,1	2,6	-9,7	-1,5	1,2	3,1
REITs	-3,6	-3,5	-5,3	-11,6	30,5	-18,9	22,9

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: 24.01.2019 – 24.01.2024

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- Deutschlands Wirtschaft ist 2023 um 0,3 % geschrumpft. Die Konjunktur leidet auch unter der Wirtschaftspolitik.
- In den USA kühlt die Konjunktur ab. Die Landung dürfte im Jahr der Präsidentschaftswahl aber recht sanft werden.
- Die Inflation ist deutlich gesunken. Für die Zentralbanken sinkt der Handlungsdruck – aber wann sinken die Leitzinsen?

Aktien



- Trendumkehr zum Jahresstart nach der starken Rallye im Vorjahr nur von kurzer Dauer. S&P 500 mit neuem Allzeithoch.
- Bewertungsausweitung trotz Renditeanstieg. Ohne starke Zinssenkung begrenztes Potenzial für starke Bewertungsexpansion.
- Chancen bei Nebenwerten und Quality-Growth-Aktien, die bei nicht mehr steigenden Zinsen relatives Aufholpotenzial bieten.

Anleihen



- Robuste Konjunktur in den USA und hartnäckige Inflation auf beiden Seiten des Atlantiks dämpfen Zinssenkungserwartungen.
- Zuletzt wieder fallende Spreads im IG- und HY-Segment aufgrund hoher Nachfrage und mangelndem Neuemissionsangebot.
- EM-Spreads bleiben trotz negativer Zuflüsse weiter stabil, unterstützt durch technische Faktoren.

Alternative Investments / Rohstoffe



- OPEC versucht kurzfristig verhaltener Nachfrage entgegenzuwirken. US-Produktion dürfte dieses Jahr langsamer wachsen.
- Gold nach Allzeithoch belastet durch Zurückschrauben der Zinssenkungshoffnungen. ETF-Positionierung weiter rückläufig.
- Industriemetalle weiter seitwärts. Struktureller „grüner“ Rückenwind kurzfristig überschattet von schwacher Industrieaktivität.

Währungen



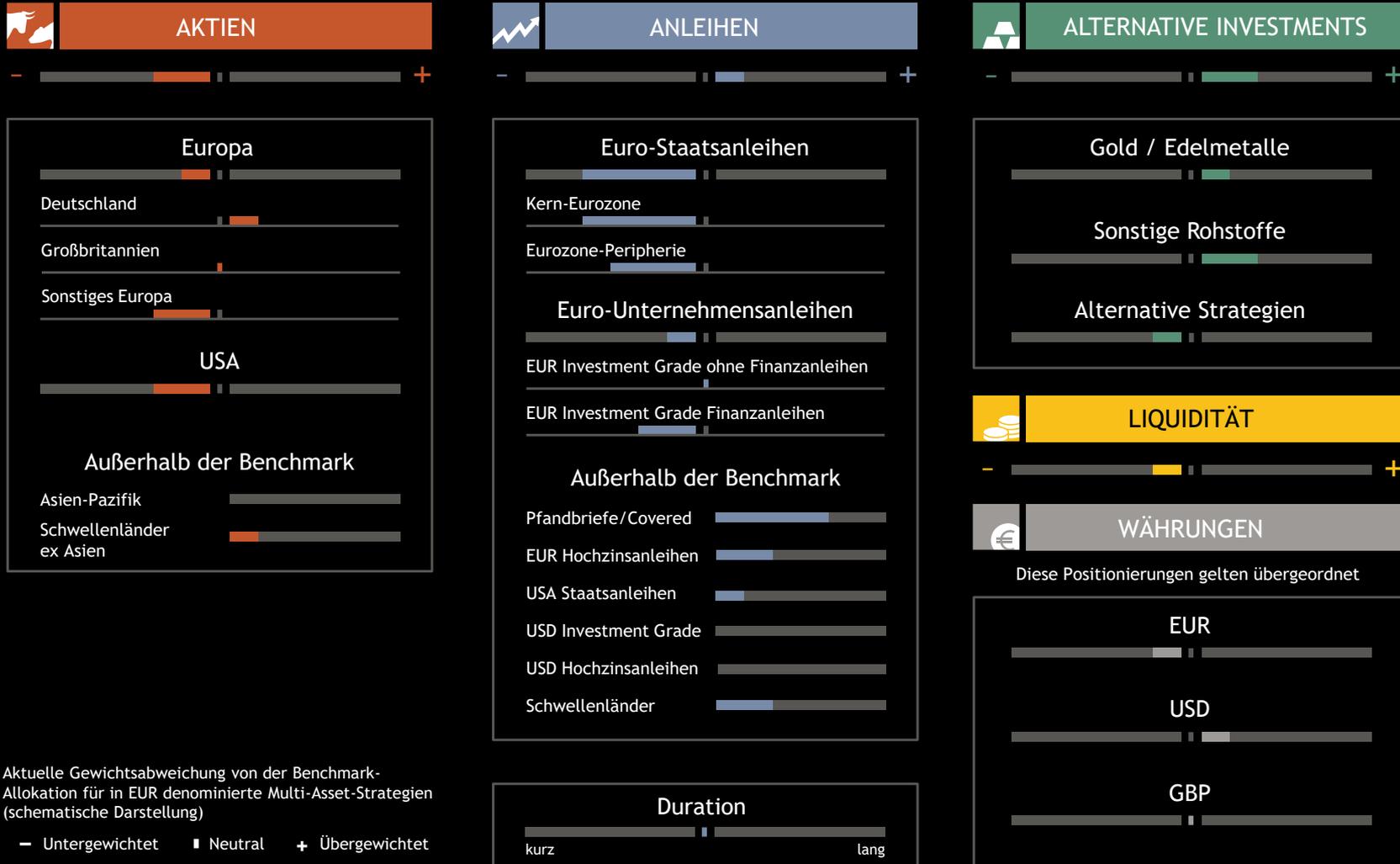
- Der Euro profitiert meist dann, wenn der US-Dollar weniger nachgefragt ist. Eigene Euro-Stärke lässt auf sich warten.
- Der US-Dollar profitiert von seiner Eigenschaft als „Safe Haven“ und bleibt strukturell stark.
- Die starke Schweizer Währung scheint der Zentralbank unheimlich zu werden – der Franken gibt leicht nach.



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)

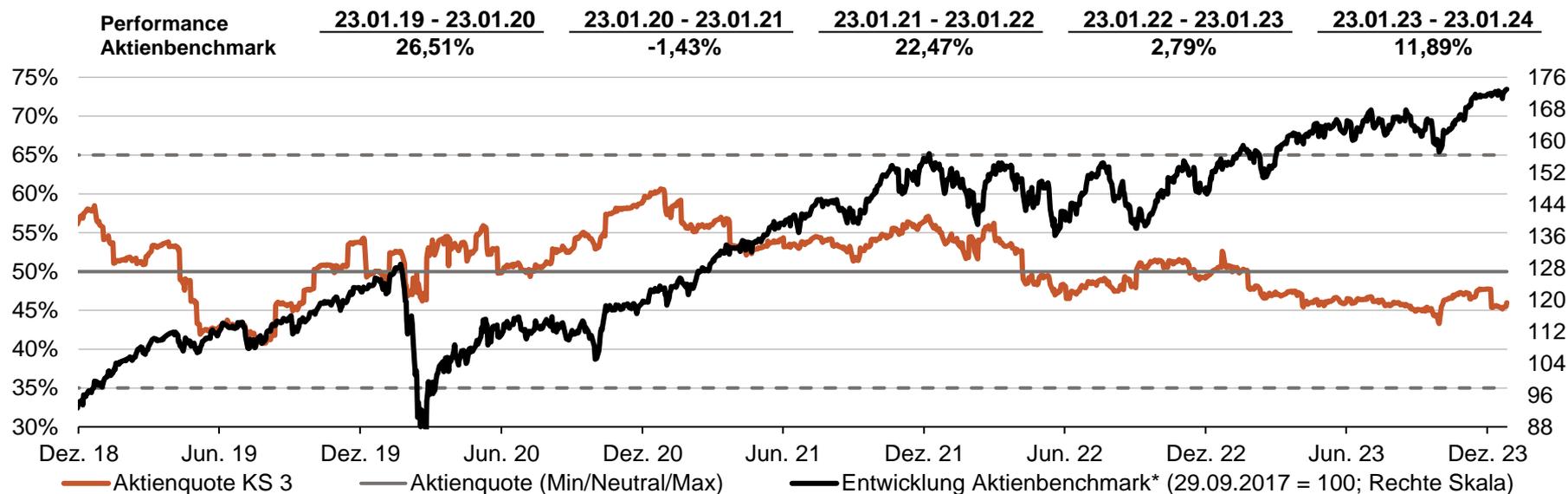
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3



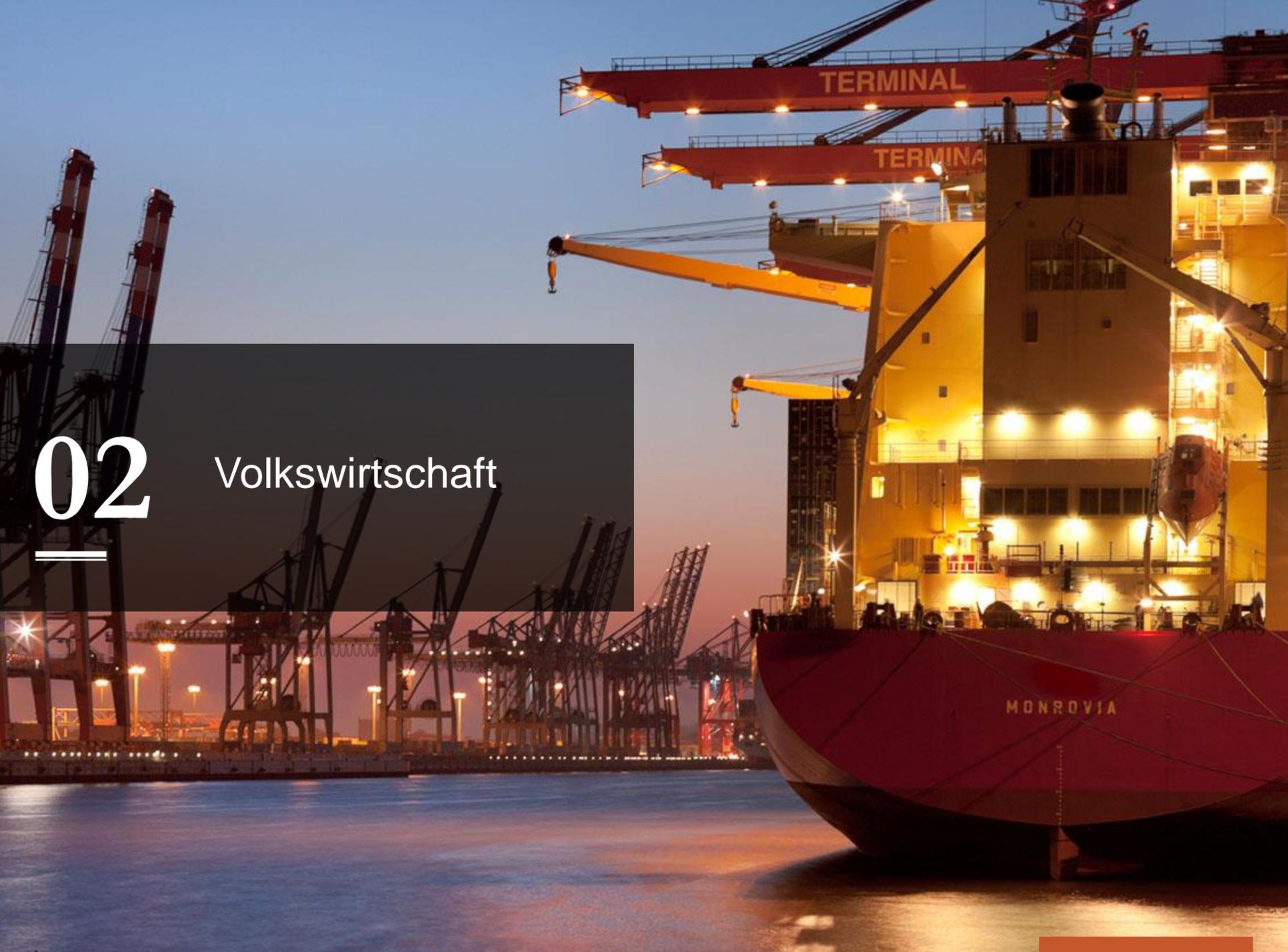
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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: 23.01.2019 – 23.01.2024
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Anfang November letzten Jahres hatten wir unsere Aktienquote im Hinblick auf eine mögliche Jahresendrallye durch eine Aufstockung der US-Aktien auf ein nur noch leichtes Untergewicht erhöht. Da sich die Märkte deutlich erholt haben, die Erwartungen an die Notenbanken hinsichtlich baldiger Zinssenkungen mittlerweile ambitioniert erscheinen und die Positionierung der Anleger deutlich optimistischer geworden ist, haben wir diese Erhöhung der Aktienquote im Januar wieder zurückgenommen.
- Insgesamt bleiben wir breit aufgestellt mit Übergewichtungen in Anleihen und alternativen Anlagen wie Gold, Industriemetallen und einer Position, die von einer steileren US-Renditestruktur profitieren würde. Bei Unternehmensanleihen konzentrieren wir uns auf kurze Laufzeiten, da sich die Risikoprämien bei einer Konjunkturabschwächung wieder ausweiten dürften. Bei sichereren Anleihen bevorzugen wir längere Laufzeiten. Auch Schwellenländeranleihen in Lokalwährung bleiben attraktiv. Unser Fokus auf Qualitäts- und Wachstumsaktien dürfte bei einer schwächeren Konjunktur und ohne weitere Zinserhöhungen profitieren.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

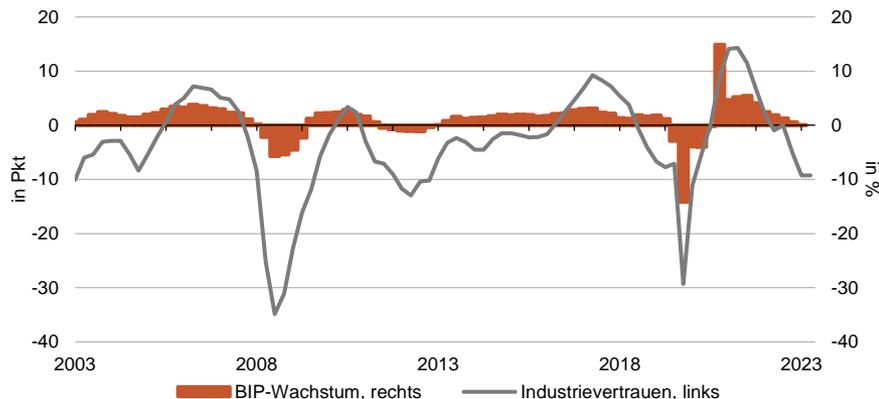


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

EZB und Christine Lagarde im Fokus

- Die EZB hat im Januar die Leitzinsen unverändert gelassen. Die Inflationsrate im Dezember war noch deutlich zu hoch, sodass im Zentralbankrat auch noch nicht über mögliche Zinssenkungen diskutiert wurde, wie EZB-Präsidentin Lagarde während der Pressekonferenz mehrfach betonte. Das aktuelle Zinsniveau trage – wenn es lange genug beibehalten wird – zur Preisstabilität bei.
- Die EZB wies darauf hin, dass sie weiterhin einen datengestützten Ansatz verfolgen wird. Die Daten zum Lohnwachstum spielen dabei eine wichtige Rolle.
- Wir nehmen an, dass die EZB die Leitzinsen erst in der zweiten Jahreshälfte senken wird.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



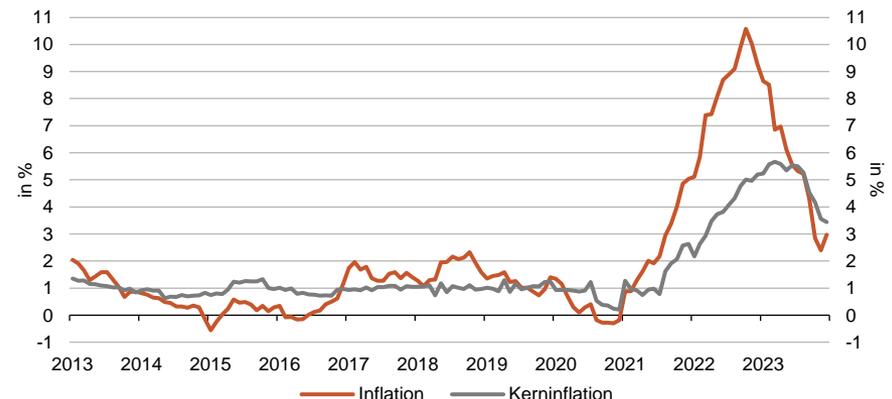
Quelle: Haver

Zeitraum: 09/2003 – 12/2023

Inflation weiterhin zu hoch

- Nachdem die Inflation in der Eurozone seit Oktober 2022 nahezu kontinuierlich gesunken war, stieg sie im Dezember auf 2,9 % (ggü. Vorjahr) nach 2,4 % im November. Dies kam jedoch nicht überraschend – wir hatten 2,9 % erwartet, während der Reuters-Konsens von 3,0 % ausgegangen war. Der Anstieg war hauptsächlich auf Basiseffekte zurückzuführen (z.B. wegen der „Dezember-Soforthilfe“ im Vorjahres-Dezember in Deutschland).
- Mit dem Anstieg im Dezember scheint der allgemeine Abwärtstrend nun zu Ende zu sein. In Zukunft wird der Inflationsdruck wahrscheinlich stärker bleiben als in der Niedriginflationsphase vor der Pandemie.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2003 – 12/2023

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

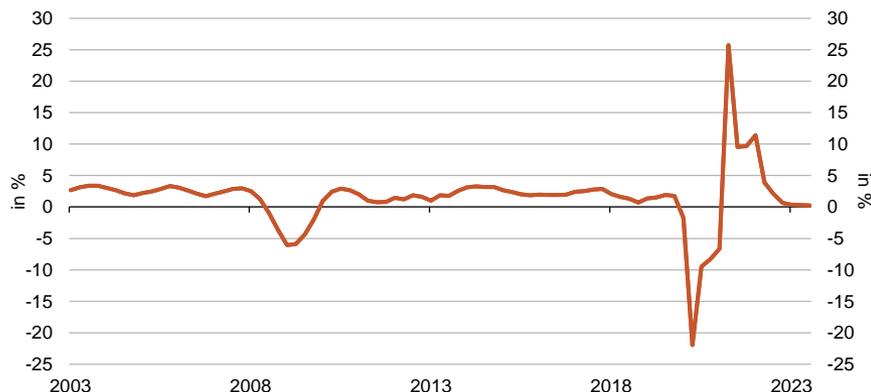
Bessere Aussichten

- Für 2024 erwarten wir ein Wachstum in Großbritannien, das dem in der Eurozone ähnelt. Einige Indikatoren wie das Geschäftsklima deuten darauf hin, dass die britische Wirtschaft sogar etwas mehr zulegen könnte.
- Politisch kehrt Großbritannien dank neuer politischer Weichenstellungen zu einer Art Normalität zurück. Nach den Wirren der Jahre unter den Premierministern Boris Johnson und Liz Truss hat Rishi Sunak, der seit Oktober 2022 die Regierungsgeschäfte führt, das Land wieder auf Kurs gebracht. Da die Briten von populistischen Politikern die Nase voll haben, ist das politische Risiko hier im Vergleich zu anderen Ländern geringer.

Inflation wieder leicht gestiegen

- Die Bank of England (BoE) hat den Leitzins auf ihrer letzten Sitzung im Dezember unverändert gelassen. Damit bleibt die „Bank Rate“ bei 5,25 %. Die Entscheidung fiel mit 6:3 nicht einstimmig. Drei Mitglieder des Komitees votierten für eine weitere Zinserhöhung um 25 Basispunkte. Der nächste Sitzungstermin der BoE ist der 1. Februar 2024.
- Die Inflation hat im Dezember wieder leicht zugelegt. Die Preise lagen im Dezember um 4,0 % über den Preisen im Dezember 2022. Analysten hatten einen weiteren Rückgang auf 3,8 % erwartet, nachdem die Inflation im November deutlich auf 3,9 % gesunken war.

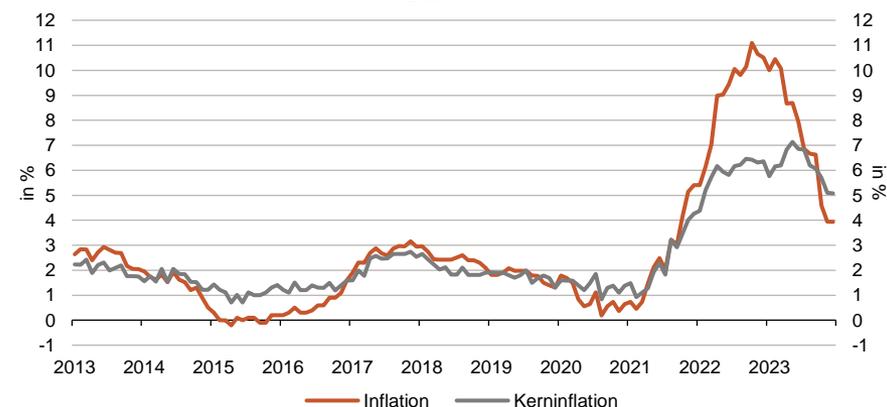
Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 03/2003 – 09/2023

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2013 – 12/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

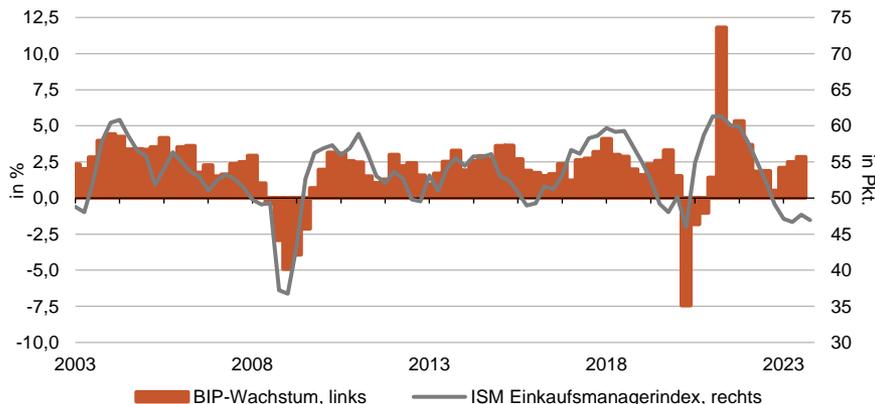


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Ron DeSantis zieht Kandidatur zurück

- Überraschend früh hat sich bei den Republikanern der Gouverneur von Florida, Ron DeSantis, aus dem Rennen um die Präsidentschaftskandidatur zurückgezogen. Donald Trump hat am Dienstag die Vorwahlen in New Hampshire klar gewonnen und damit die Nominierungschancen der Kandidatin Nikki Haley bei den Republikanern praktisch zunichte gemacht.
- Die Arbeitsmarktdaten für den Dezember waren einmal mehr solide. Im letzten Monat des Jahres 2023 wurden 216.000 neue Stellen geschaffen. Die Daten für den Vormonat November wurden leicht nach unten korrigiert. Die Arbeitslosenquote verharrt bei 3,7 % und bleibt damit auf einem historisch sehr niedrigen Niveau.

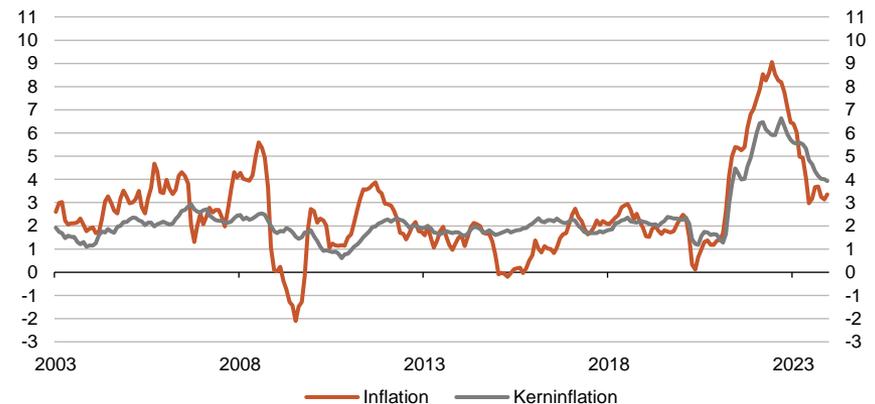
USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



Inflation leicht gestiegen, Kernrate leicht gesunken

- Die Inflation ist nach dem Spitzenwert von über neun Prozent deutlich gesunken. Im November war die Gesamtinflation auf 3,1 % gefallen. Im Dezember gab es nun wieder einen Anstieg auf 3,4 %. Die Kernrate der Inflation sank im Dezember hingegen von 4,0 % auf 3,9 %.
- Die Zinsen am langen Ende (10-jährige Staatsanleihen) sind in den vergangenen Wochen deutlich zurückgekommen. In einer Übertreibungsphase war der Zins in der Spitze auf knapp 5,0 % gestiegen. Zwischenzeitlich ging es abwärts bis unter die Marke von 4 %, aktuell steht der Zins bei 4,1 %. Für das Jahresende 2024 sehen wir einen leichten Anstieg auf 4,4 %.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.01.2024

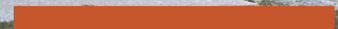
* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

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



03

Aktien



Marktentwicklung

Aktienmärkte mit Allzeithochs nach holprigem Jahresstart

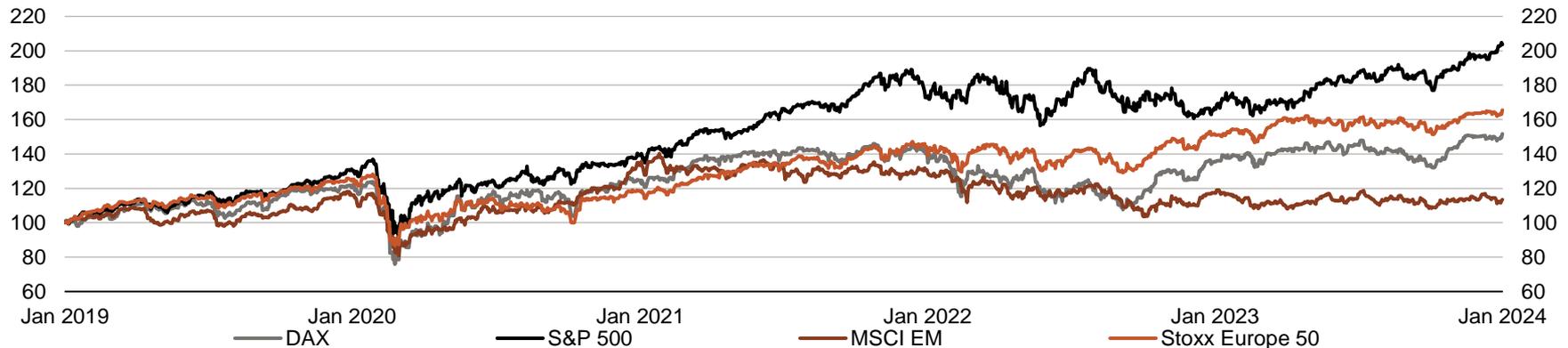


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Trendumkehr nach starkem Jahr 2023 nur von kurzer Dauer

- Die Aktienmärkte starteten holprig ins neue Jahr. Die "Magnificent 7", die im Vorjahr maßgeblich zur starken Jahresperformance beigetragen hatten, notierten nach der ersten Woche allesamt im Minus. Überkaufte Märkte und Positionierung und zu hohe Zinssenkungshoffnungen ließen die Märkte anfällig für einen Rücksetzer erscheinen. Zusätzliche Treiber von der Makroseite wie das weniger taubenhafte Fed-Protokoll der Dezember-Sitzung, welches die Kluft zwischen den Fed-Aussagen und den aggressiven Zinssenkungserwartungen des Marktes verdeutlichte, sowie einige vorsichtige Gewinnausblicke drückten auf die Kurse und führten zu einer Phase der Normalisierung nach der langen Marktrally.
- Die Trendwende war jedoch nur von kurzer Dauer. Im weiteren Verlauf des Januars legten die US-Aktien überwiegend wieder zu. Der S&P 500 erreichte sogar ein neues Allzeithoch. Die zunehmende Diskussion über das US-QT-Tapering, disinflationäre Tendenzen, ein starker Arbeitsmarkt, eine robuste Verbraucherstimmung, KI-Optimismus, eine niedrigere Messlatte für die Gewinne im vierten Quartal und die Erwartung auf Aktienrückkäufe nach Abschluss der Berichtssaison beflügelten die Märkte.
- Risiken wie längerfristig höhere Zinsen und damit eine mögliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen, die geringe Marktbreite, der (zu) hohe Anlegeroptimismus, die anfällige Positionierung und die schwächeren Wachstumsaussichten in China bleiben jedoch als Belastungsfaktoren bestehen.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 24.01.2019 – 24.01.2024

Unternehmensgewinne

Solider Start in die Q4-Berichtssaison



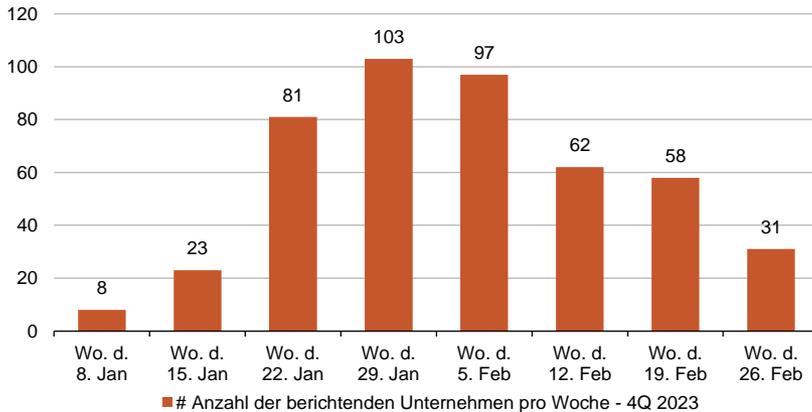
Q4-Berichtssaison im Fokus der Märkte

- Die Q4-Berichtssaison ist in vollem Gange: In den USA haben bereits 20 % des S&P 500 berichtet. Dort haben bisher etwas mehr als 80 % der Unternehmen EPS-seitig die Markterwartungen übertroffen.
- Unter der Oberfläche gibt es jedoch auch Anzeichen von Schwäche: Wie schon bei den Q3-Ergebnissen waren die Umsatzergebnisse enttäuschend: Bisher haben nur 50% der Unternehmen die Umsatzerwartungen übertroffen, was dem schlechtesten Ergebnis seit Q3 2019 entspricht.
- Der Konsens ist weiter optimistisch und erwartet für 2024 ein globales Gewinnwachstum von ca. 10 %. Aufgrund immer noch hoher Lohninflation und Refinanzierungskosten sowie stärkerer Disinflation halten wir dies jedoch zu ambitioniert.

Märkte zwischen Makroszenarien gefangen

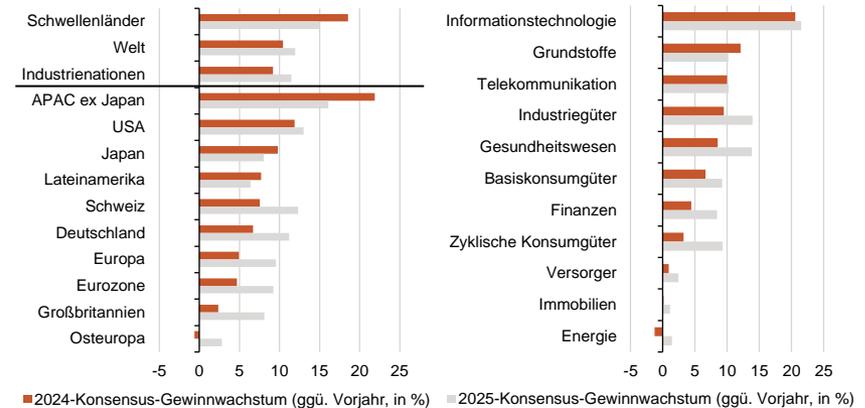
- Die Märkte scheinen aktuell zwischen drei möglichen Makroszenarien für das Jahr 2024 mit sehr unterschiedlichen Auswirkungen auf die Kapitalmärkte gefangen zu sein.
- Sollte das Szenario „Höhere Zinsen für längere Laufzeiten“ eintreten, dürften es die Kernstrategien aufgrund der hohen Zinssensitivität des Aktienstils (Quality Growth) schwerer haben. Im Szenario einer harten Landung dürften die Kernstrategien dank des Untergewichts bei Aktien und der hohen Zinssensitivität eine solide Performance erzielen.
- Sollte jedoch das vom Markt erhoffte Szenario einer weichen Landung eintreten, dürften die Kernstrategien bei fallenden Zinsen und parallel dazu ausbleibender starker konjunktureller Abschwächung relativ profitieren.

Q4-Berichtssaison in vollem Gange



Quelle: Eigene Darstellung

Optimistischer Konsens birgt Risiken



Quelle: Factset, MSCI Europe Sektoren, eigene Berechnungen

Stand: 24.01.2024

Performance und Bewertung

Bewertungsausweitung trotz Renditeanstieg



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

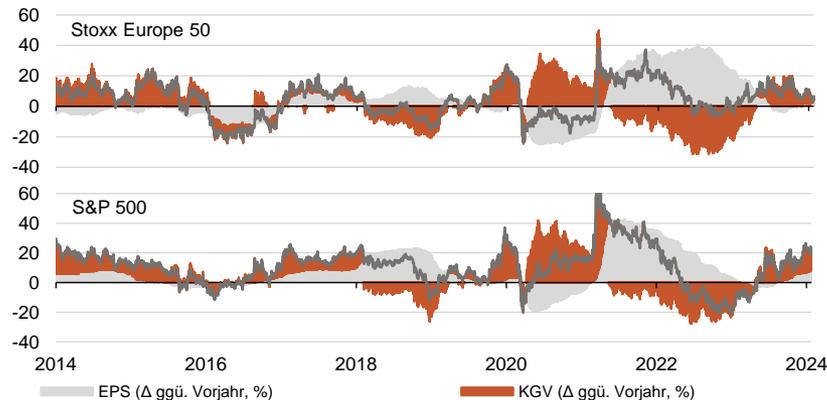
Jüngste Bewertungsexpansion eher technisch bedingt

- Trotz des Renditeanstiegs der letzten Woche sind auch die Bewertungen gestiegen. Nach der Gegenbewegung zum Jahresstart war die jüngste Rallye damit mehrheitlich bewertungsgetrieben.
- Die aktuelle Divergenz zwischen höheren Renditen und der damit typischerweise einhergehenden Belastung der Aktienbewertungen ist daher eher auf technische Faktoren (nur geringe Volatilität an den Aktienmärkten) zurückzuführen und bedeutet zunächst keine fundamental nachhaltige Bewertungsexpansion.

Chancen in Nebenwerten und Quality Growth

- Das Forward-KGV des S&P 500s liegt somit nun wieder bei 20,1, und damit über dem historischen Durchschnitt von 17. Europäische Aktien notieren hingegen historisch günstig.
- Ohne einen sehr starken Zinsrückgang ist der Spielraum für eine starke Bewertungsexpansion begrenzt. Einzelne Segmente, wie z.B. Nebenwerte, sind jedoch im Vergleich zu ihrer eigenen Historie günstig bewertet. Auch unser Aktienstil Quality Growth deutet mit steigenden relativen Gewinnrevisionen auf ein mögliches Aufholpotenzial bei der relativen Performance hin. Zudem weisen wachstumsstarke Qualitätsaktien in Zeiten sinkender Leitzinsen historisch zweistellige relative Renditen gegenüber zyklischen Titeln geringerer Qualität auf.

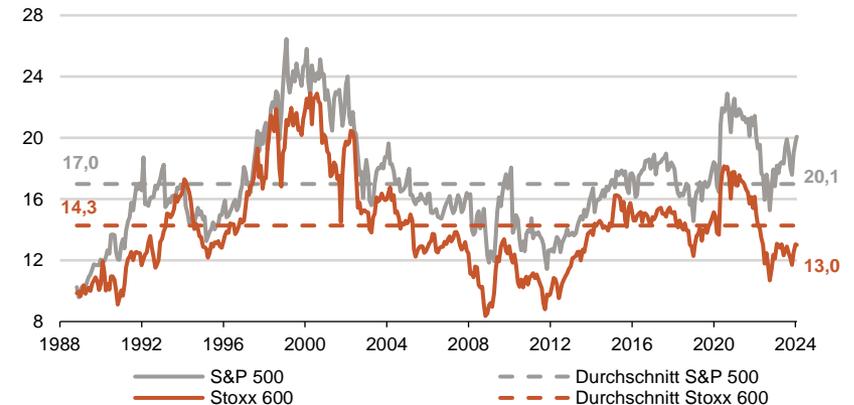
Jüngste Rallye war stark bewertungsgetrieben



Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 31.12.1987 – 24.01.2024

US-Aktien weiterhin historisch teuer

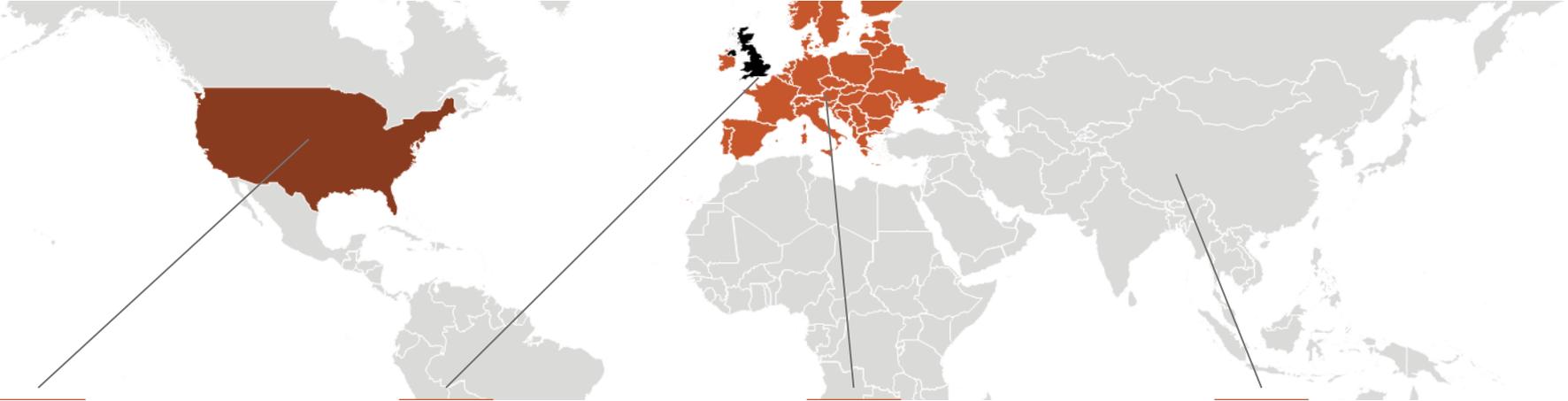


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 31.12.1987 – 24.01.2024

Aktien Allokation

Übergewicht in EM und Europa ex. UK



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	24.01.2024	30.06.2024	31.12.2024	in 12 Monaten
S&P 500	4.869	4.700	4.850	5.240
DAX	16.890	17.300	18.000	19.618
Euro Stoxx 50	4.564	4.700	4.800	5.082
MSCI Großbritannien	2.156	2.350	2.400	2.555
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	-3,5	-0,4	7,6
DAX	-	2,4	6,6	16,2
Euro Stoxx 50	-	3,0	5,2	11,4
MSCI Großbritannien	-	9,0	11,3	18,5

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.01.2024

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

Zentralbanken zurück im Rampenlicht

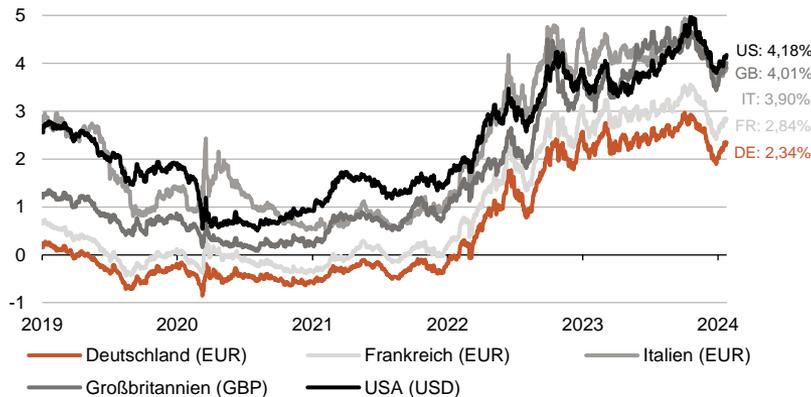


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Zinssenkungserwartungen zuletzt gedämpft

- Von der Jahresendrally-Stimmung ist wenig übrig geblieben – das neue Jahr begann mit steigenden Realzinsen auf breiter Front. Robuste Konjunkturdaten in den USA sowie hartnäckige Inflationszahlen auf beiden Seiten des Atlantiks dämpften die Erwartungen der Teilnehmer auf baldige Zinssenkungen. Auch die geringe Neuemissionsnachfrage setzte US-Treasuries zuletzt weiter unter Druck.
- Die geopolitischen Spannungen im Roten Meer, die den globalen Schiffsverkehr beeinträchtigen und damit zu Problemen in der Logistikkette und steigenden Frachtkosten führen, dürften Inflationserwartungen stützen und zusätzlichen Druck auf die Zentralbanken ausüben, an ihrem "Higher for Longer"-Szenario festzuhalten.

Steigende Renditen seit Jahresbeginn auf breiter Front



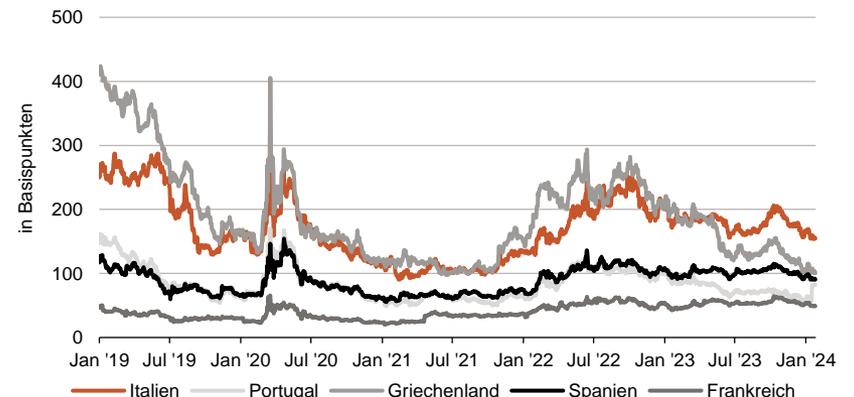
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2019 – 24.01.2024

Peripherie gestützt durch sinkende Schuldenquoten

- Der Abwärtstrend bei den Risikoaufschlägen der Peripherieländer, der mit den positiven Ratingüberraschungen Italiens und Portugals im November letzten Jahres begann, hat sich zuletzt fortgesetzt. Ein höheres BIP-Wachstum und geringere geplante Neuemissionen im Vergleich zu den Kernländern Frankreich und Deutschland sorgen für Entspannung bei den Anlegern. Der BTP-Bund-Spread, der als wichtiger Indikator für die Risiken in der Eurozone gilt, hat sich auf den niedrigsten Stand seit fast zwei Jahren eingengt.
- Unterstützt wurde dieser Trend auch durch eine historisch hohe Nachfrage nach Anleihen in Europa – seit Jahresbeginn bereits über 290 Mrd. EUR in Anleihen aufgenommen.

Risikoaufschläge von Peripheriestaaten weiter rückläufig



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

Zeitraum: 01.01.2019 – 24.01.2024

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Hohe Nachfrage in Europa, Abflüsse in EM

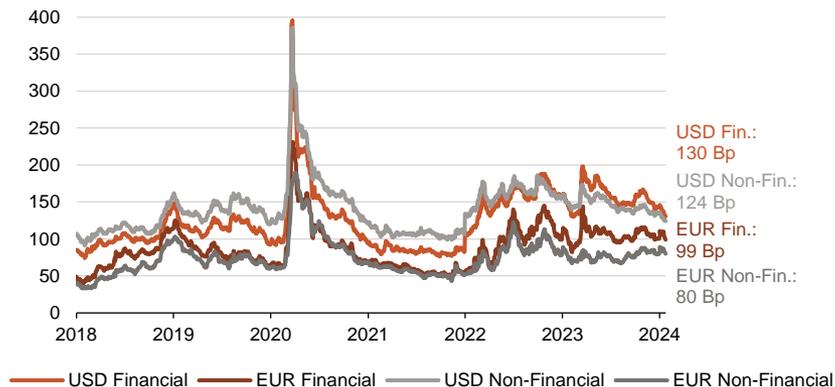


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IG und HY: Spreads trotz Konjunkturschwäche stabil

- Trotz der Ernüchterung über die raschen Zinssenkungen, schwacher Konjunkturdaten und zunehmender Probleme in den globalen Lieferketten sind die Risikoaufschläge im HY-Segment seit Jahresbeginn weiter gesunken, was vor allem auf die historisch hohe Nachfrage nach Anleihen in Europa und das mangelnde Angebot auf Unternehmensseite zurückzuführen ist.
- Die Aussicht auf anhaltend hohe Leitzinsen im Euroraum sowie die Auswirkungen steigender Transportkosten und Lieferkettenunterbrechungen unterstützen weiterhin die Präferenz für IG gegenüber HY und die Vermeidung von Zyklikern. Finanzanleihen dürften durch den starken Rückgang des Nettoangebots zusätzlich gestützt werden.

Zuletzt wieder fallende Spreads im IG- und HY-Bereich



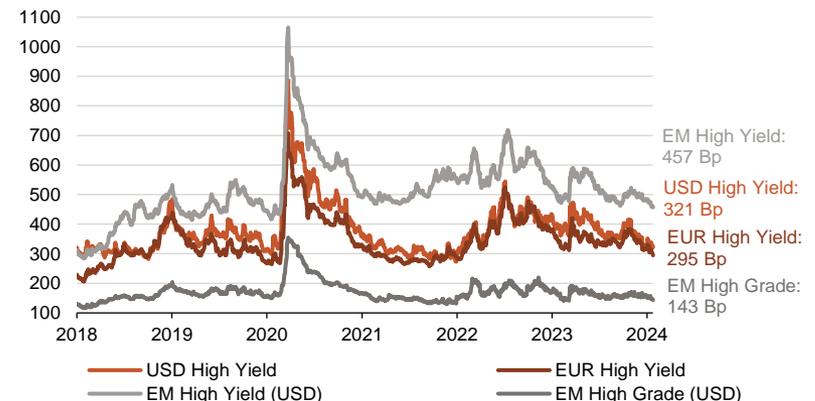
Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 24.01.2024

Schwellenländer: Resilienz trotz weiterer Abflüsse

- Trotz anhaltend negativer Zuflüsse in EM-Staats- und Unternehmensanleihen seit Jahresbeginn blieben die Risikoaufschläge widerstandsfähig, unterstützt von einer robusten Nachfrage nach Neuemissionen und einem knappen Angebot, das deutlich unter dem Vorjahresniveau lag. Eine weitere Angebotsverknappung dürfte Schwellenländeranleihen zusätzlichen technischen Rückenwind verleihen.
- Ein mögliches „Higher for Longer“-Szenario in den Industrieländern, die von den anhaltenden Inflationsgefahren infolge der Unterbrechung des Suezkanals stärker betroffen sind, dürfte die relative Attraktivität des Lokalwährungssegments weiter stützen.

EM-Spreads trotz negativer Zuflüsse weiter stabil



Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 24.01.2024

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

	24.01.2024	30.06.2024		31.12.2024	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	5,25-5,50	5,00-5,25	5,15	4,25-4,50	4,30
10J US-Rendite	4,18	4,30	3,94	4,40	3,79
Eurozone					
Leitzins	4,50	4,50	4,20	4,00	3,60
10J Bund-Rendite	2,34	2,60	2,20	2,70	2,21
Großbritannien					
Leitzins	5,25	5,00	5,05	4,00	4,30
10J Gilts-Rendite	4,01	4,00	3,81	4,00	3,62

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.01.2024

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

Stabilisierung zum Jahresstart

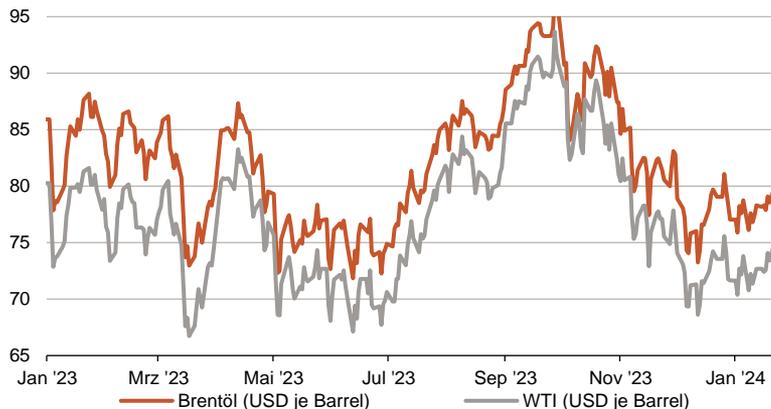


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Geopolitik bringt Stabilität, aber fundamental wenig Neues

- Rohöl scheint sich zum Jahreswechsel nach monatelanger Schwäche endlich zu stabilisieren. Die Sorte Brent schwankte im Januar zwischen 75 und 82 US-Dollar je Barrel. Hauptgrund für die neugewonnene Stabilität dürften neben der Kältewelle vor allem die Angriffe der Huthi-Rebellen auf Schiffe im Roten Meer sein. Die Vergeltungsschläge der USA und Großbritanniens heizen die Lage weiter an. Zwar preist der Markt aktuell noch keine substanzielle Risikoprämie ein, aber immer mehr Reedereien leiten Öltanker über die deutlich längere Route um die Küste von Südafrika um. Damit steigen nicht nur die Transportkosten, sondern es wird auch mehr Angebot auf den Weltmeeren gebunden – beides ist inkrementell positiv für den Ölpreis. Sollte sich für den derzeit noch unwahrscheinlichen Fall der Konflikt auf den persischen Golf und damit auf die Straße von Hormus ausweiten, hätte dies weitreichende Konsequenzen für den globalen Ölmarkt, denn knapp 20 % der weltweiten Produktion passieren diese Meeresenge.
- Abgesehen vom geopolitischen Risiko gibt es fundamental wenig Neues. Das Nachfragewachstum dürfte verhalten bleiben, sofern die US-Wirtschaft wie erwartet zur Landung ansetzt und der große Stimulus in China ausbleibt. Die OPEC+ versucht mit freiwilligen Förderkürzungen gegenzusteuern. Diese könnten sich als effektiver als im vergangenen Jahr erweisen, da vor allem für die USA ein deutlich langsames Produktionswachstum erwartet wird.

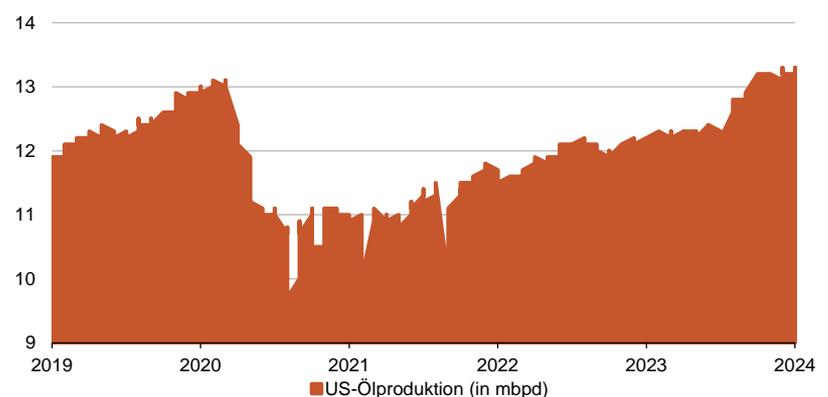
Öl bricht aus Abwärtstrend heraus zum Jahreswechsel



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2023 – 24.01.2024

US-Ölproduktion wuchs letztes Jahr überraschend stark



Quelle: Bloomberg, DOE

Zeitraum: 01.01.2019 – 19.01.2024

Edel- und Industriemetalle

Gold auf Allzeithoch, andere Metalle belastet durch Konjunktur


BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold bleibt stark trotz Gegenwinden

- Nachdem Gold Ende letzten Jahres noch ein frisches Allzeithoch markierte, konsolidierte es im Januar, notiert aber weiterhin deutlich über der Marke von 2.000 USD je Unze.
- Anleger schraubten ihre ambitionierten Erwartungen an die Zentralbanken hinsichtlich baldiger Zinssenkungen etwas zurück. In der Folge stiegen nicht nur die Nominal-, sondern auch die Realzinsen an, während der Dollar an Stärke gewann. Beides bedeutete Gegenwind für Gold. Angesichts dessen, hielt sich das Edelmetall allerdings erstaunlich robust. Dies dürfte nicht zuletzt an der mittlerweile deutlich reduzierten Anlegerpositionierung liegen, die Gold weniger anfällig macht.

ETF-Bestände auf dem niedrigsten Stand seit Feb 2020



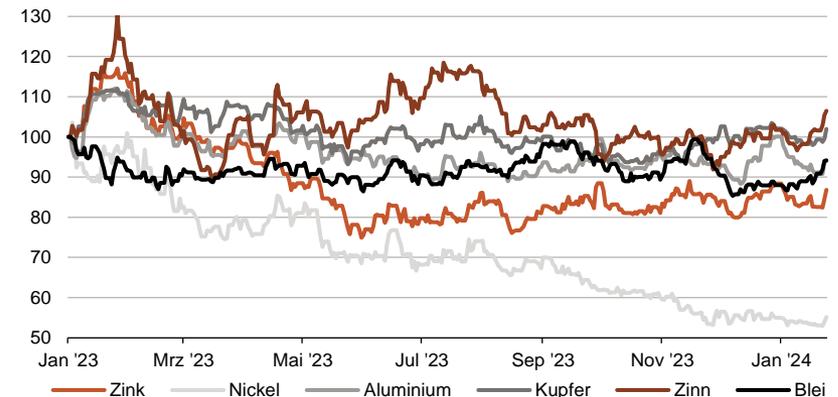
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 24.01.2024

Industriemetalle brauchen konjunkturelle Impulse

- Der LME-Industriemetallindex bewegt sich nun schon seit Ende Mai letzten Jahres seitwärts. Angesichts der Rezession im verarbeitenden Gewerbe des Westens und weiter schwacher Wirtschaftsdaten aus China ist diese ernüchternde Entwicklung leider nicht überraschend.
- Entsprechend ist auch klar, was es für eine Erholung des Sektors braucht. Denn Produzenten haben trotz der Hausse infolge der Corona-Pandemie keine Überkapazitäten aufgebaut. Im Gegenteil, letztlich dürften diese fehlenden Investitionen auf die hohe strukturelle „grüne“ Nachfrage treffen und kräftig Rückenwind geben, auch wenn dieser aktuell von der hohen Konjunktursensitivität der Industriemetalle überschattet wird.

Industriemetalle im Seitwärtstrend



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2023 – 24.01.2024



06

Währungen



Marktentwicklung

Geld & Währung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

EZB lässt Zeitpunkt der ersten Zinssenkung offen

- EZB-Präsidentin Lagarde hat zunächst beim WEF in Davos ein wenig auf die Euphorie-Bremse getreten und den Marktakteuren, die eine baldige Zinssenkung der EZB erwarten, etwas Wind aus den Segeln genommen. Bei der Pressekonferenz im Anschluss an die Zinsentscheidung ließ Lagarde den Zeitpunkt für die erste Zinssenkung weitgehend offen.
- Insgesamt bleiben die Inflationsdaten und die daraus abgeleiteten Erwartungen für das weitere Vorgehen der Zentralbanken die Haupttreiber am Devisenmarkt. EUR/USD notiert wieder unter 1,09 US-Dollar je Euro.

Wechselkurs EUR/USD



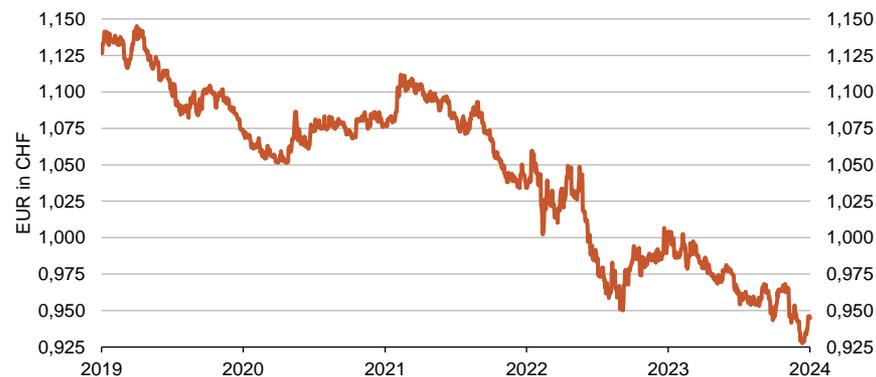
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01/2019 – 01/2024

Aufwärtspotenzial des Euro bleibt begrenzt

- Eine originäre Euro-Stärke ist noch nicht in Sicht. Der Euro profitiert immer dann, wenn der US-Dollar nicht mehr ganz so heiß gehandelt wird. Für das laufende Jahr erwarten wir moderate Kursgewinne für den Euro bis etwa 1,15 US-Dollar je Euro. Ein echter Höhenflug der Gemeinschaftswährung wäre das aber noch nicht.
- Gegenüber dem Franken tut sich der Euro schwer. Zuletzt notierte der Wechselkurs immerhin wieder bei 0,94 Franken je Euro. Die Zentralbank (SNB) kaufte im Dezember Fremdwährungen in Höhe von rund 10 Mrd. Franken – offenbar wünscht sie sich einen weniger starken Franken.

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01/2019 – 01/2024

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

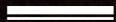
	24.01.2024	30.06.2024		31.12.2024	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,09	1,12	1,11	1,15	1,12
EUR/GBP	0,86	0,86	0,88	0,85	0,88
EUR/CHF	0,94	0,95	0,97	0,96	0,98
EUR/JPY	161	159	155	161	151
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-2,8	-1,9	-5,3	-2,8
GBP	-	-0,5	-2,8	0,6	-2,8
CHF	-	-1,1	-3,2	-2,2	-4,2
JPY	-	1,0	3,6	-0,3	6,3

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.01.2024

*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