



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

März | 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 29.02.2024



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Markt scheint anfällig für einen technischen Rücksetzer	4
02	Volkswirtschaft Abstieg vom Zinsgipfel und reale Einkommenszuwächse: ab Q2 kann auch Europa wieder expandieren	9
03	Aktien Aktienmärkte reihen Allzeithoch an Allzeithoch	14
04	Anleihen Hartnäckige Inflation und falkenhaftere Zentralbanker stützen die Renditen	20
05	Rohstoffe Gold bleibt robust, Öl und Industriemetalle warten auf 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 (30.01.24 - 27.02.24)	■ YTD (29.12.23 - 27.02.24)	27.02.23	27.02.22	27.02.21	27.02.20	27.02.19
Aktien Emerging Markets	4,8	2,5	6,5	-9,9	-4,0	20,7	3,1
Aktien Industrienationen	2,9	7,4	21,5	-1,6	19,1	15,6	9,9
Aktien Frontier Markets	1,1	4,7	9,9	-14,6	19,3	-2,6	8,4
Brent	0,9	11,1	9,7	17,4	75,2	-3,1	-8,8
Euro-Übernachteinlage	0,3	0,6	3,6	0,4	-0,6	-0,5	-0,4
USD/EUR-Wechselkurs	0,0	1,8	-2,2	6,3	7,1	-8,9	3,4
Globale Wandelanleihen	-0,2	1,1	4,0	-6,4	-5,9	42,7	9,3
Gold	-0,3	0,2	9,3	2,1	16,8	-4,0	28,8
EUR Unternehmensanleihen	-0,5	-0,8	6,3	-9,5	-4,3	0,7	5,5
EUR Staatsanleihen	-0,7	-1,4	4,2	-9,7	-2,7	-0,1	3,7
REITs	-0,8	-3,2	-3,6	-11,6	27,0	-12,8	11,3
Industriemetalle	-2,0	-1,3	-12,2	-7,5	39,2	28,4	-10,2

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: 27.02.2019 – 27.02.2024

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- Die USA befinden sich im Anflug auf eine superweiche Landung – Wachstum fällt nur leicht unter den längerfristigen Schnitt.
- Chinas Wachstum stabilisiert sich bei etwa 4% – ein für chinesische Verhältnisse schwaches Niveau.
- In der Eurozone kann es nach einem Ende der Lagerkorrektur ab dem zweiten Quartal wieder aufwärts gehen.

Aktien



- Aktienmärkte setzen starke Rallye fort. Solide Berichtssaison, robuste Konjunkturdaten und Fiskalpolitik unterstützen Kurse.
- US-Aktien weiter teuer bewertet. Ohne starke Zinssenkung begrenztes Potenzial für weitere Bewertungsexpansion.
- Chancen bei Nebenwerten, Quality-Growth-Aktien und Schwellenländern, insbesondere Lateinamerika.

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 globaler Abflüsse weiter stabil, unterstützt durch hohe lokale Nachfrage.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Geopolitische Risikoprämie bei Öl bleibt bestehen, aber kein eindeutiges fundamentales Ungleichgewicht erkennbar.
- Gold trotz gestiegenen Realzinsen und ETF-Abflüssen dank starker physischer Nachfrage.
- Industriemetalle tendieren seitwärts und warten auf deutlichere Impulse aus dem verarbeitenden Gewerbe.

Währungen



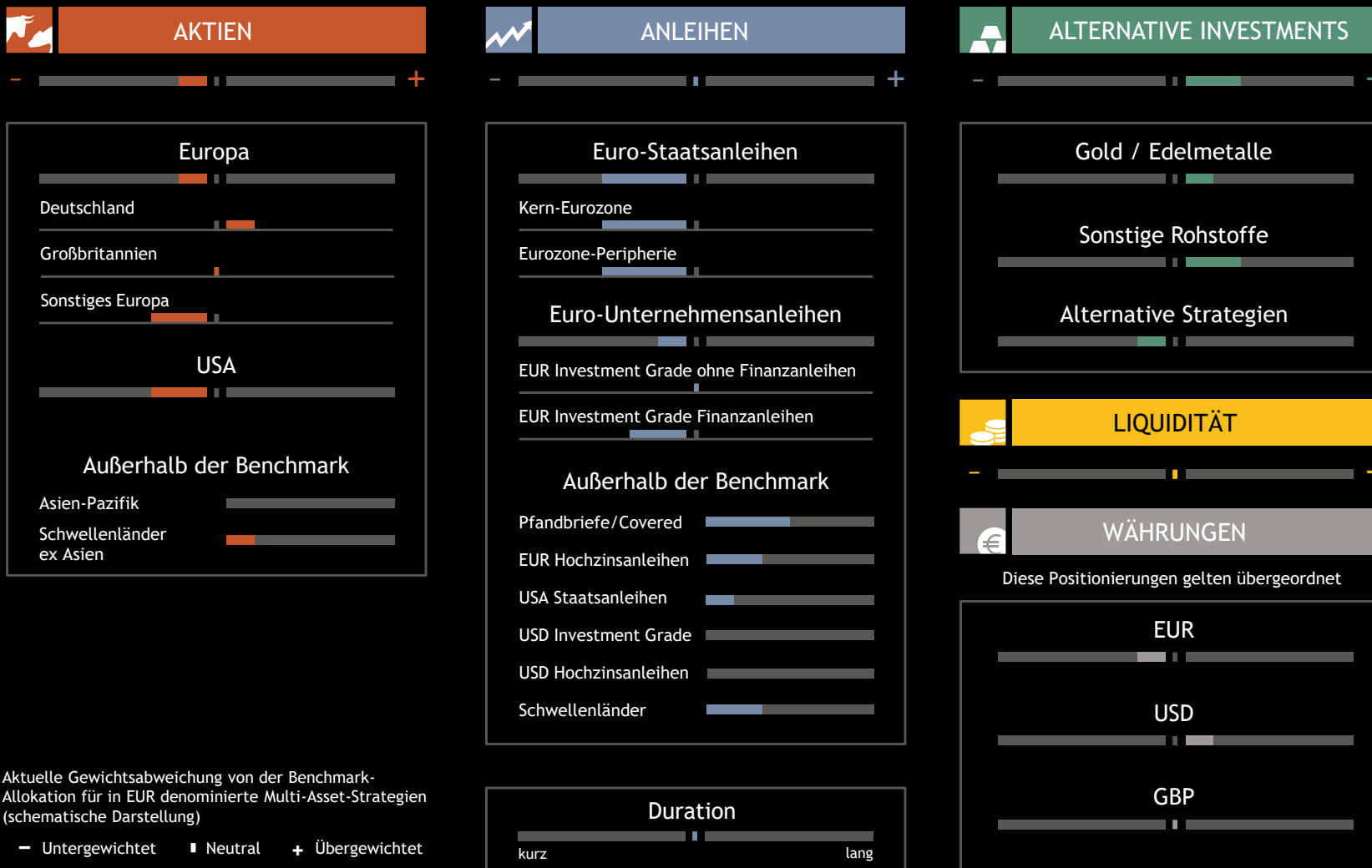
- Der Euro profitiert meist dann, wenn der US-Dollar weniger nachgefragt ist. Eigene Euro-Stärke lässt auf sich warten.
- Der US-Dollar profitiert von seiner Eigenschaft als „Safe Haven“ und bleibt strukturell stark.
- Einfluss von Zinserwartungen – Märkte rechnen zunehmend damit, dass der erste EZB-Schritt etwas später kommt.



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)

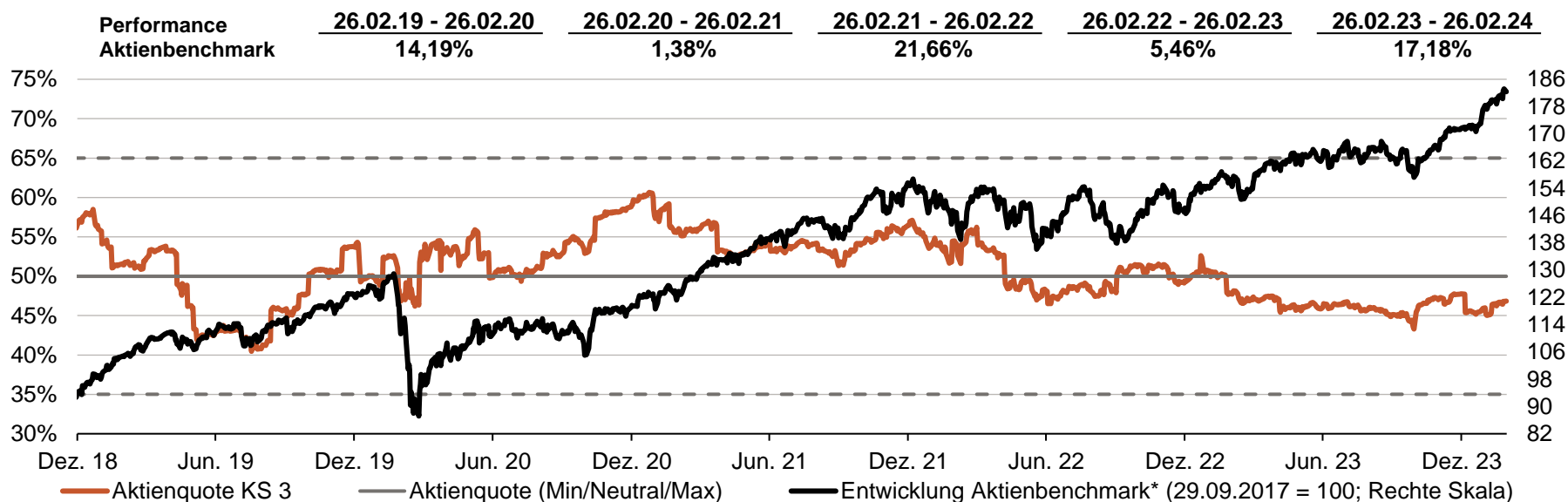
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3



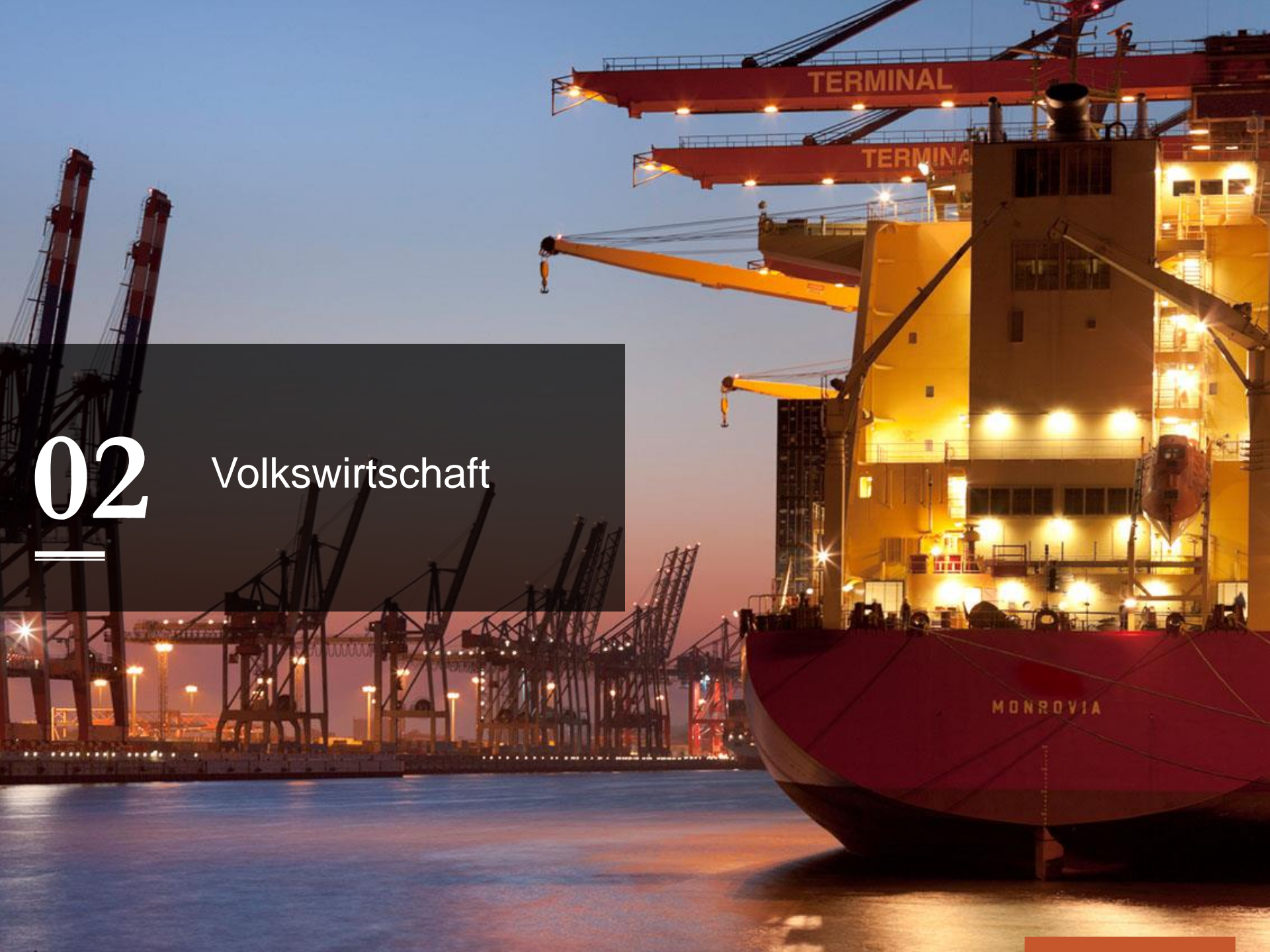
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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: 26.02.2019 – 26.02.2024
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Insgesamt bleiben wir breit diversifiziert mit einer Übergewichtung in alternativen Anlagen wie Gold und Industriemetallen sowie 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 den sichereren Anleihen bevorzugen wir längere Laufzeiten. Auch Schwellenländeranleihen in Lokalwährung bleiben attraktiv.
- Zuletzt haben die Konjunkturdaten und vereinzelt auch die Inflationsdaten nach oben überrascht, sodass die (Real)-Zinsen tendenziell gestiegen sind. Da zeitgleich die Bewertungen sogar nach oben gegangen sind und die Positionierung sowie das Sentiment etwas ausgereizt scheinen, rechnen wir kurzfristig mit einem technischen Rücksetzer und bleiben dementsprechend in Aktien leicht untergewichtet. Mittelfristig sind wir jedoch aufgrund der soliden Makrodaten positiv für Aktien gestimmt und rechnen mit einem Anstieg der Marktbreite.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

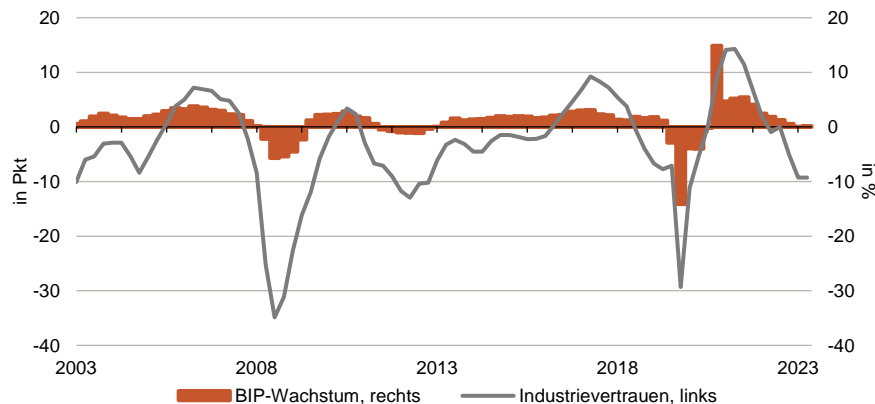


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wann handelt die EZB?

- Die Leitzinsen befinden sich auf einem Hochplateau, von dem sie im Laufe des Jahres allmählich herabwandern dürften. Allerdings ist noch unklar, wann die EZB den ersten Zinsschritt nach unten vollführen wird.
- Zuletzt sendeten Präsidentin Lagarde und andere EZB-Mitglieder gemischte Signale, wann die Zentralbank vermutlich genügend Informationen haben wird, um sicher zu sein, dass die Inflation gebannt ist.
- Wir halten den Juni für einen ersten Zinsschritt für am wahrscheinlichsten – und die Märkte haben nach und nach auch von einem früheren Zinsschritt Abstand genommen.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



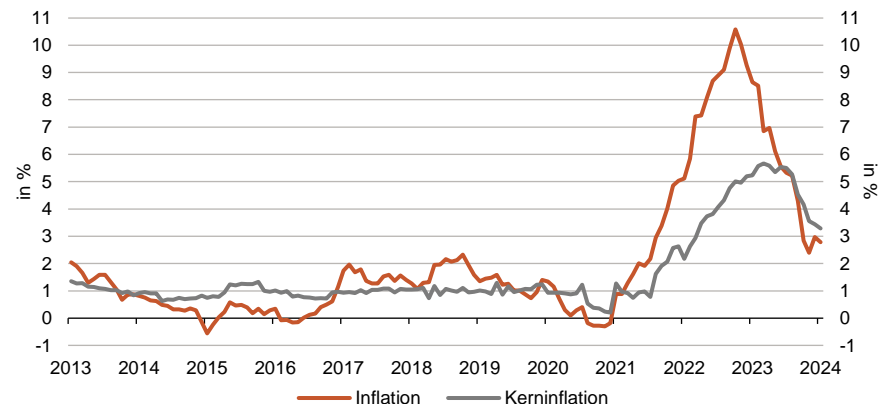
Quelle: Haver

Zeitraum: 09/2003 – 12/2023

Konjunktur kann ab dem zweiten Quartal Tritt fassen

- Die Phase der schnellen Disinflation seit Oktober 2022 dürfte nun vorüber sein. In Zukunft wird der Inflationsdruck wahrscheinlich stärker bleiben als in der Niedriginflationsphase vor der Pandemie.
- Das Wirtschaftswachstum dürfte zum Jahresbeginn schwach bleiben, bevor ein Ende der weltweiten Lagerkorrektur und steigende Zuversicht bei Verbrauchern und Unternehmen der Konjunktur Auftrieb verleihen dürften.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2003 – 01/2024

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

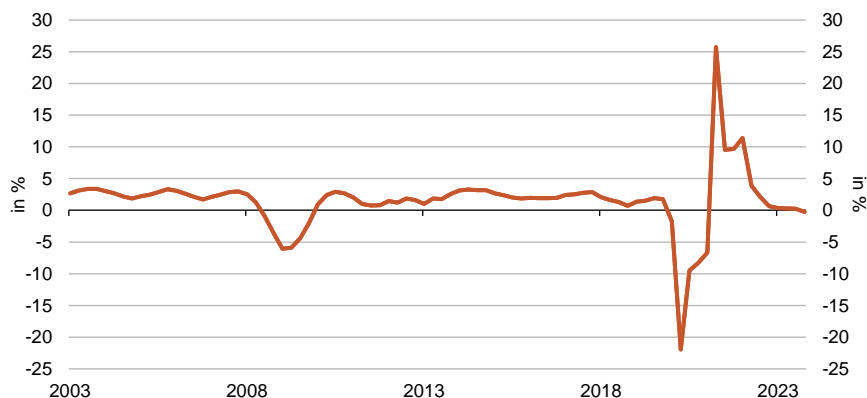


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Bessere Aussichten

- Für 2024 erwarten wir ein Wachstum in Großbritannien, das nicht über jenes in der Eurozone hinausgeht, auch wenn einige Indikatoren wie das Geschäftsklima bislang für das Vereinigte Königreich sogar etwas besser aussehen.
- 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.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



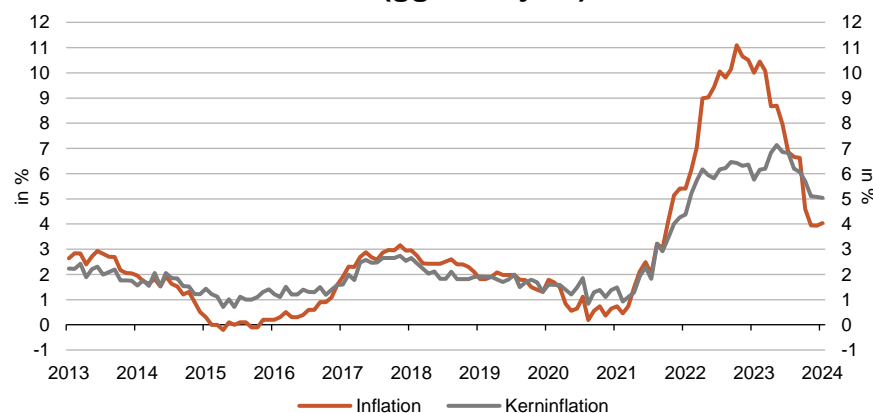
Quelle: Haver

Zeitraum: 03/2003 – 12/2023

Inflationsdruck lässt nach

- Die Bank of England (BoE) hat den Leitzins auf ihrer letzten Sitzung am 1. Februar unverändert gelassen. Damit bleibt die „Bank Rate“ bei 5,25 %. Allerdings hat sich das Stimmverhältnis gegenüber dem Dezember etwas verschoben – von 3:6:0 für Zinsanhebung/keine Änderung/Zinssenkung zu 2:6:1.
- Die Inflation geht auch im Vereinigten Königreich zurück, wenngleich mit etwas Verzögerung gegenüber den Vereinigten Staaten und der Eurozone. Im Januar war der Preisauftrieb mit 4,0 % im Vorjahresvergleich etwas geringer als erwartet. Im zweiten Quartal dürfte sie wieder etwa 2 % betragen.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2013 – 01/2024

USA

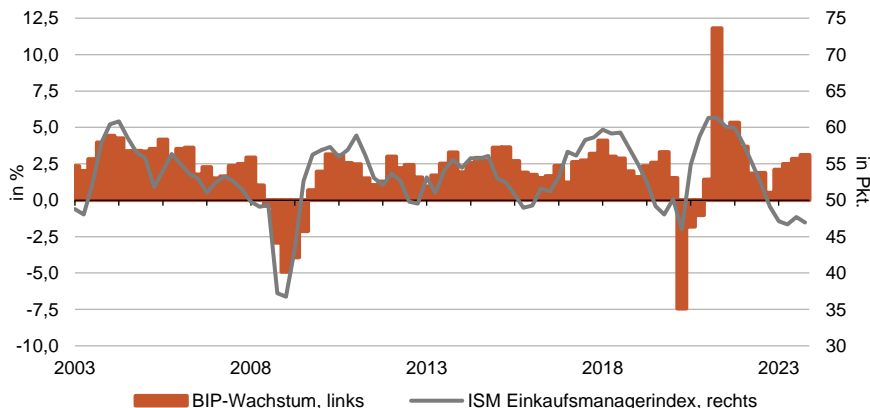
Konjunktur- und Preisentwicklung



Anflug auf die superweiche Landung

- Für die Präsidentschaftswahlen zeichnet sich eine Wiederholung des Duells zwischen Donald Trump und Joseph Biden ab.
- Ungeachtet der mageren politischen Aussichten expandiert die US-Wirtschaft weiterhin schwungvoll. Im vierten Quartal stieg das BIP um (nicht annualisierte) 0,8 % und damit deutlich stärker als erwartet. Frühindikatoren (Arbeitsmarkt, PMI, Verbrauchervertrauen) deuten einen guten Start auch für 2024 an. Wir rechnen mit einer superweichen Landung – trotz der hohen Leitzinsen dürfte das Wachstum nur leicht unter den längerfristigen Schnitt zurückgehen.

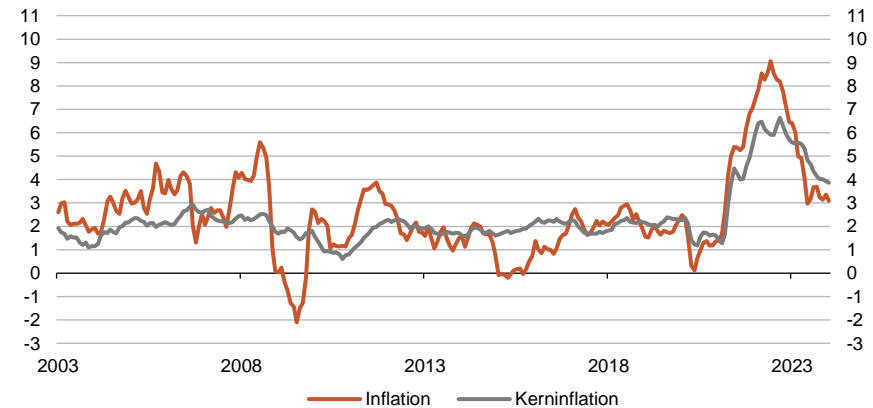
USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



Inflation im Zielbereich







- Die Inflation ist nach dem Spitzenwert von über neun Prozent deutlich gesunken. Zwar war die Vorjahresrate des Kern-Konsumdeflators – des Lieblingsindikators der amerikanischen Zentralbank – mit 2,9 % im Dezember immer noch höher als normal. Allerdings täuscht dies darüber hinweg, dass die Preise in den jüngsten Monaten durchaus nur moderat anstiegen: Gemessen an annualisierten Drei- oder Sechsmonatsraten hat die Fed ihr Inflationsziel erreicht.
- Allerdings dürfte die Fed angesichts weiterhin bestehender Unsicherheit (der Verbraucherpreisindex stieg im Januar stärker als erwartet) mit einer ersten Zinssenkung bis zum zweiten Quartal warten.

USA Inflation (in %, ggü. Vorjahr)



Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2024		2025		2026		2024		2025		2026	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA	2,2	2,0	1,7	1,7	2,0	2,0	2,7	2,7	2,4	2,4	2,4	2,2
Eurozone	0,7	0,5	1,7	1,4	1,5	1,4	2,4	2,3	2,3	2,1	2,5	2,0
Deutschland	0,4	0,2	1,6	1,2	1,4	1,3	2,3	2,6	2,2	2,2	2,4	2,0
Frankreich	0,7	0,7	1,7	1,3	1,6	1,6	2,6	2,6	2,3	2,0	2,5	1,9
Italien	0,7	0,5	1,2	1,1	1,1	1,1	1,6	1,7	2,1	2,0	2,3	2,0
Spanien	1,8	1,5	2,0	1,9	2,0	1,7	2,7	2,8	2,4	2,2	2,5	2,1
Großbritannien	0,4	0,4	1,6	1,2	1,7	1,6	2,4	2,5	2,0	2,1	2,3	2,1
Japan	0,5	0,7	1,1	1,1	1,1	0,9	2,1	2,2	1,9	1,7	1,7	1,7
China	4,3	4,6	3,8	4,4	3,9	4,2	1,7	1,0	2,0	1,7	2,0	1,9
Welt*	2,3	-	2,5	-	2,6	-	-	-	-	-	-	-

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.02.2024

* 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 reihen Allzeithoch an Allzeithoch

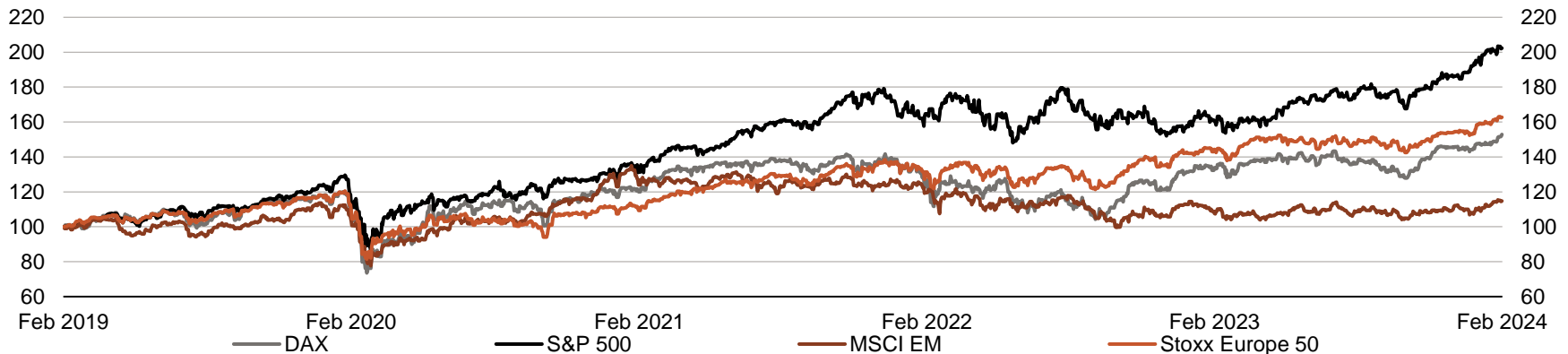


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Stärke der Aktienmärkte überschattet Risiken

- Die Aktienmärkte kannten auch im Februar nur eine Richtung: sie setzten ihren Aufwärtstrend seit Oktober ungehalten fort. Ausschlaggebend für die anhaltende Hausse war die Kombination aus einer soliden Berichtssaison, fiskalpolitischer Unterstützung und robusten Konjunkturdaten. Darüber hinaus gaben die Rekordgewinne des Chipherstellers NVIDIA der Euphorie um künstliche Intelligenz neuen Auftrieb und stärkten die Markterwartungen, dass der Technologietrend doch länger anhalten dürfte. Denn mit den gestiegenen Gewinnen ist auch Luft aus einer möglichen Tech-Blase entwichen: Die "Magnificent 7" handeln nun mit einem KGV von 27x, verglichen mit einem KGV von 40x bis 50x bei früheren Marktblasen. Entsprechend ist die Euphorie der US-Privatanleger ungebrochen: die Bullen (AAII-Umfrage) dominieren die 17. Woche in Folge und der 3M-S&P-Skew sank wegen der geringen Nachfrage nach Abwärtsschutz auf den niedrigsten Stand seit 2006.
- Noch überschattet die Stärke der Aktienmärkte mögliche Risiken durch eine hartnäckigere Inflation, steigende (Real-)Zinsen (die Rendite von 10J-US-Staatsanleihen notiert mit 4,3 % so hoch wie zuletzt im November 2023) und die deutliche Rücknahme der Zinssenkungserwartungen. Zusätzlich halten die Portfolioumschichtungen zum Monatesende (z.B. Rebalanzierung von Pensionsfonds) Abwärtspotenzial bereit: Morgan Stanley prognostiziert Abflüsse aus US-Aktien in Höhe von 40 Mrd. USD zum Monatsende angesichts der erheblichen Outperformance in diesem Monat gegenüber Anleihen.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 27.02.2019 – 27.02.2024

Unternehmensgewinne

Q4 Berichtssaison beflügelt die Märkte



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

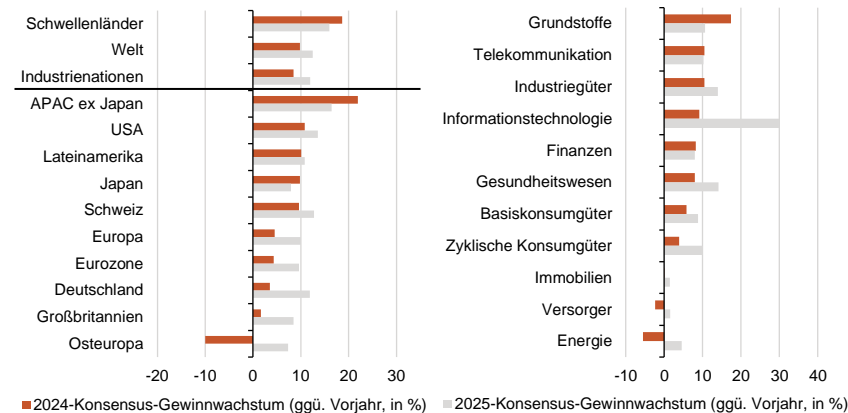
Beflügeltes Marktsentiment mit sektoralem Unterschied

- Die Q4-Berichtssaison geht ihrem Ende entgegen: 90 % der S&P 500-Unternehmen haben bereits berichtet. 78 % der berichtenden Unternehmen haben die Gewinnerwartungen um einen Median von 7 % übertroffen. Die positive Berichtssaison beflügelte das aktuelle Marktsentiment deutlich. Vor allem der Chiphersteller NVIDIA bestärkte mit seinen positiven Geschäftszahlen und Ausblick die Erwartung, dass dem KI-Trend nicht so schnell die Luft ausgehen dürfte.
- Unter der Oberfläche ist zu erkennen, dass vor allem die großen Unternehmen ihre Gewinnerwartungen stärker übertreffen. IT bleibt dabei weiterhin vorne und auch Energie und Grundstoffe überzeugen. Zu den schwächsten Sektoren gehören Basiskonsumgüter und das Gesundheitswesen.

Verzögerter Zinseffekt dürfte Gewinnmargen belasten

- Ungeachtet der positiven Q4-Berichtssaison bleiben Analysten skeptisch. Mit Blick auf die kommenden 12 Monate dominieren Reduktionen der Gewinnschätzungen. Fallende Energiepreise, China-Sorgen und Unsicherheit um Angebot und Geopolitik dämpfen besonders die Gewinnaussichten im Energiesektor.
- Trotz positivem Start in das Jahr mit erneuten Rekordständen vieler Indizes dürfte das erhöhte Zinsniveau nicht spurlos an den Märkten vorbeigehen. Zwei Jahre nach der Verschärfung der Geldpolitik müssen sich viele Unternehmen refinanzieren. Zudem bleibt der Lohndruck hoch. Aktuelle Rekordmargen dürften unter Druck geraten.

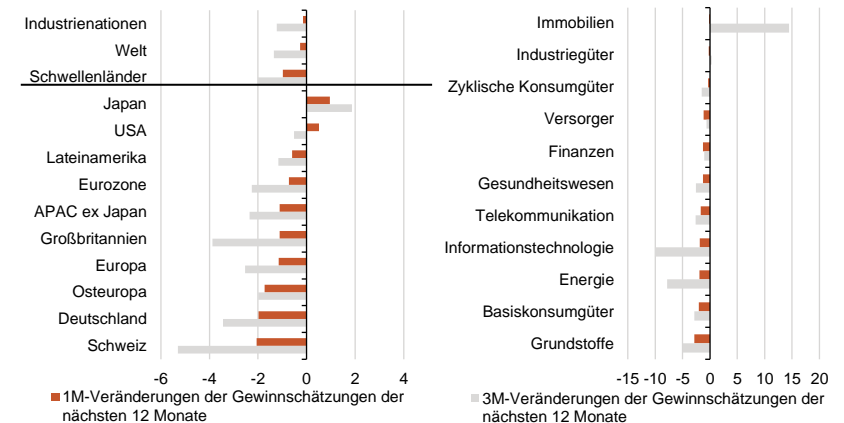
Schwellenländer überzeugen mit positivem Ausblick



Quelle: Factset, MSCI Europe Sektoren, eigene Berechnungen

Stand: 28.02.2024

Pessimismus trübt kurzfristige Wachstumsperspektive



Quelle: Factset, MSCI Europe Sektoren, eigene Berechnungen

Stand: 28.02.2024

Performance und Bewertung

Zyklischer-Outperformance setzt sich fort

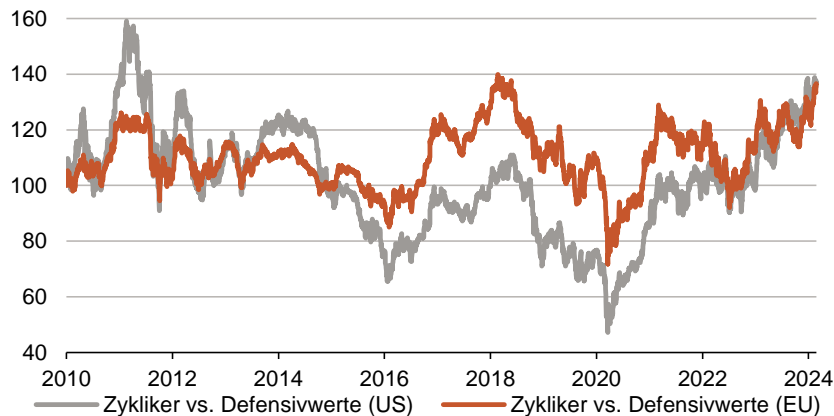


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Tech-Aktien mit bestem Jahresstart seit 20 Jahren

- Die relative Outperformance von zyklischen gegenüber defensiven Aktien in Europa erreichte diese Woche den höchsten Stand seit sechs Jahren.
- Innerhalb der Zyklischer gab es jedoch deutliche Divergenzen: Energieaktien schnitten relativ zum Stoxx Europe 600 über die letzten vier Wochen am schwächsten ab, während Technologie, Reisen, Industrie und Baugewerbe die Markterholung anführten. Tatsächlich verzeichneten Energieaktien den schlechtesten Jahresauftakt seit 2000, während der Technologiesektor den besten Jahresstart seit 20 Jahren hinlegte.

Zyklischer-Outperformance auf höchstem Stand seit 2018



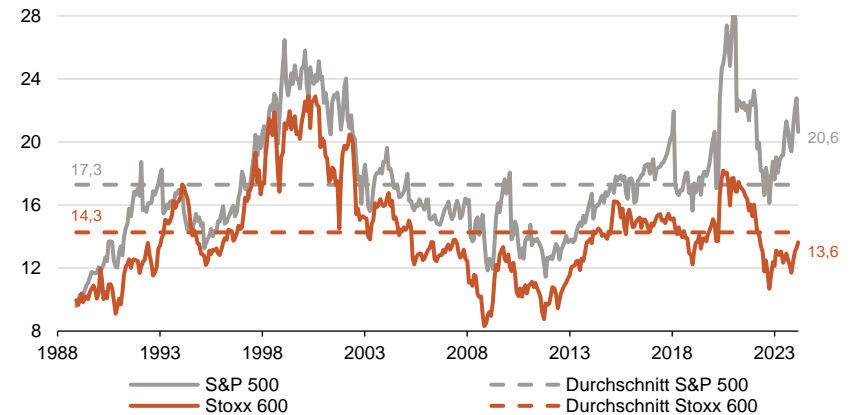
Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2010 – 27.02.2024

Chancen bei Nebenwerten und Quality-Growth

- Entgegen unserer Erwartung hat der Markt seit Jahresbeginn kaum an Breite gewonnen – wenige große Titel stellen weiterhin das Gros der Marktentwicklung. US-Aktien sind weiter historisch teuer, während sich europäische Aktien zunehmend ihrem historischen Durchschnittsniveau annähern.
- Derzeit scheinen die Aktienmärkte den Zinsanstieg größtenteils zu ignorieren, was den Spielraum für eine weitere Bewertungsexpansion begrenzt und Abwärtsrisiken erhöht. Wir bevorzugen günstig bewertete Aktien mit relativem Aufholpotenzial. Neben Nebenwerten dürfte auch unser Quality-Growth-Stil, insbesondere bei Zinssenkungen, relativ profitieren.

US-Aktien weiter historisch teuer



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

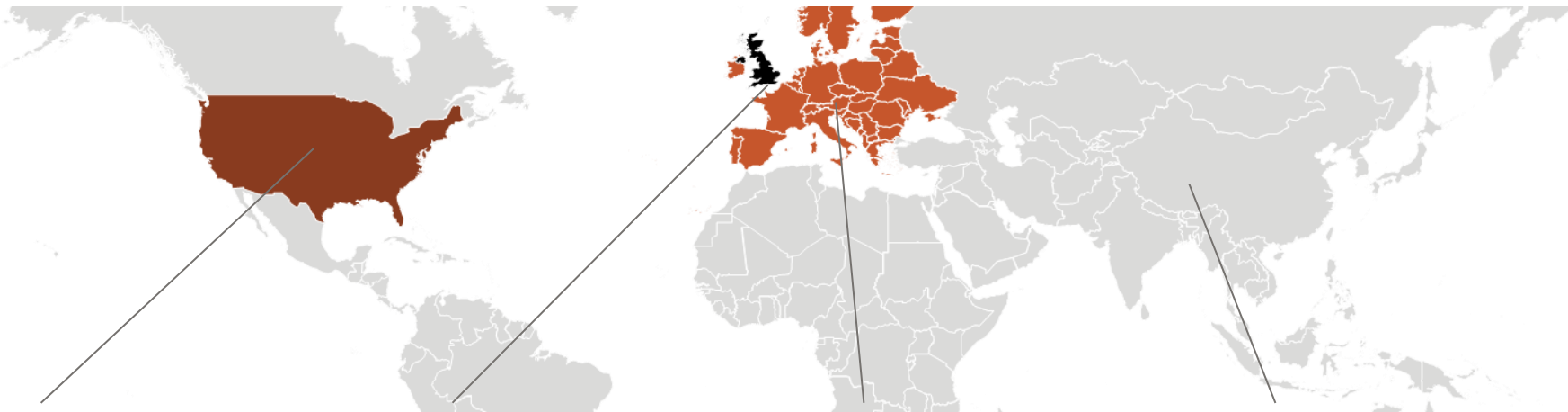
Zeitraum: 31.12.1987 – 27.02.2024

Aktien Allokation

Übergewicht in EM und Europa ex. UK



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Leicht untergewichten

- Die hohe Gewichtung von US-Mega Caps und die weiterhin höhere Bewertung von US-Aktien machen die Region gegenüber eher günstigen Regionen wie Europa oder Schwellenländern weniger attraktiv. Auf der anderen Seite bleibt die US-Wirtschaft überraschend robust und die KI-Euphorie begünstigt derzeit insbesondere US-Aktien.
- Innerhalb der Aktienregionen sind wir US-Aktien leicht 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 aktuell schwierige Konjunktursituation erscheint somit größtenteils in den Preisen reflektiert. Sollte sich die Konjunktur erholen, besteht deutliches Erholungspotenzial.
- Wir sind Europa ex UK leicht übergewichtet.



Schwellenländer

Übergewichten

- Lateinamerikanische Aktien bieten eine Value-lastige Portfolioergänzung. Neben den günstigen Bewertungen spricht bei einer Konjunkturerholung auch das hohe Rohstoff-Exposure der Region für eine relative Outperformance, zumal die Region im Zinszyklus bereits weiter fortgeschritten ist und eine Lockerung der Geldpolitik sowohl das Gewinnwachstum als auch die Bewertungen stützen dürfte.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

	Aktuell			Ø*
Indexprognosen	27.02.2024	30.06.2024	31.12.2024	in 12 Monaten
S&P 500	5.078	4.700	4.850	5.536
DAX	17.556	17.300	18.000	20.148
Euro Stoxx 50	4.886	4.700	4.800	5.299
MSCI Großbritannien	2.205	2.350	2.400	2.569
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	-7,4	-4,5	9,0
DAX	-	-1,5	2,5	14,8
Euro Stoxx 50	-	-3,8	-1,8	8,5
MSCI Großbritannien	-	6,6	8,9	16,5

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.02.2024

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04

Anleihen



Staatsanleihen

Hartnäckige Inflation trifft auf falkenhafte Zentralbanker

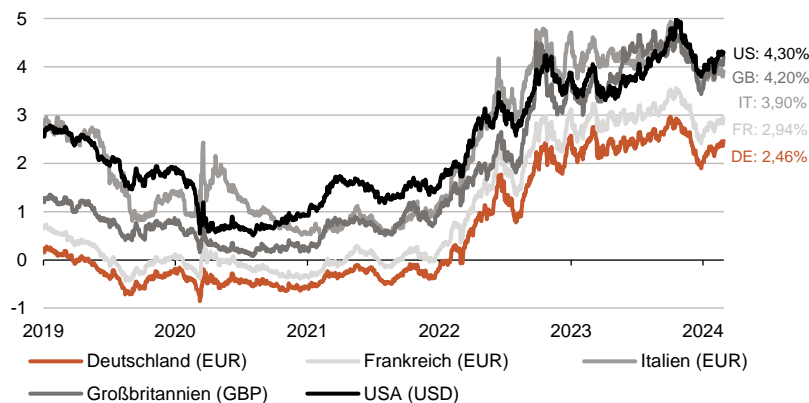


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Falkenhafte Zentralbanker lasten auf Staatsanleihen

- Eine Überraschung nach oben bei der Inflation im Kerndienstleistungssektor in den USA und anhaltender Inflations- und Lohndruck in Europa führten dazu, dass die Notenbanker auf beiden Seiten des Atlantiks im vergangenen Monat tendenziell falkenhafte Aussagen machten. EZB-Präsidentin Lagarde bekräftigte explizit das unveränderte Festhalten am Inflationsziel.
- Die Erwartungen für Zinssenkungen der Fed und der EZB im Jahr 2024 fielen damit weiter auf ein neues 3-Monats-Tief und wurden damit seit Jahresbeginn nahezu halbiert. Die Renditestrukturkurven verflachten sich durch den deutlich stärkeren Anstieg der Zinssätze am kurzen als am mittleren und langen Ende.

Steigende Renditen seit Jahresbeginn auf breiter Front



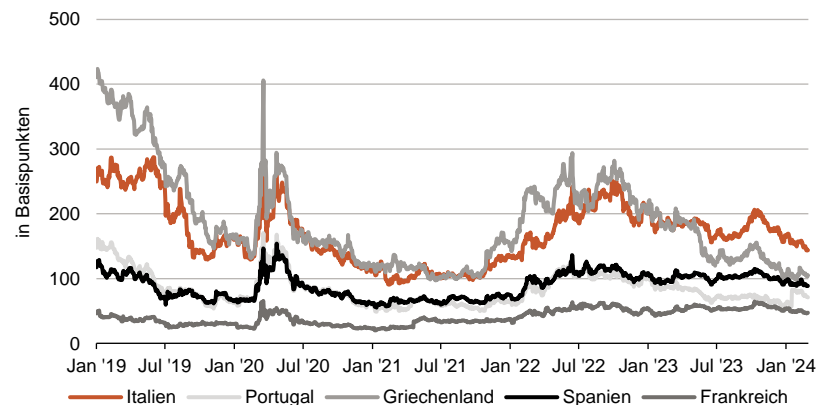
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2019 – 27.02.2024

Höhere Renditen in Japan, Peripherie bleibt gestützt

- Der Abwärtstrend bei den Risikoaufschlägen der Peripherieländer setzte sich zuletzt dank des anhaltenden Optimismus und Risikoappetits der Anleger fort. Höhere BIP-Wachstumsprognosen, besser als erwartete Konjunkturdaten und eine starke Nachfrage nach Neuemissionen stützten italienische Staatsanleihen. Der BTP-Spread, der als wichtiger Indikator für die Risiken in der Eurozone gilt, verengte sich auf den niedrigsten Stand seit mehr als zwei Jahren.
- Die höher als erwartet ausgefallene Gesamt- und Kerninflation in Japan im Januar schürte die Erwartungen der Anleger auf ein schnelleres Ende der Negativzinspolitik der BoJ und stützte die Renditen von Staatsanleihen.

Risikoaufschläge von Peripheriestaaten weiter rückläufig



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

Zeitraum: 01.01.2019 – 27.02.2024

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Weiterhin hohe Nachfrage in Europa, Abflüsse in EM

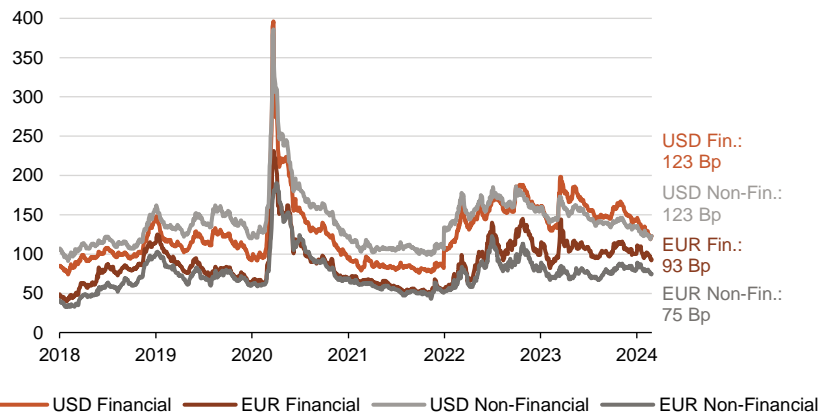


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IG und HY: Technische Faktoren weiter unterstützend

- Die Euro-Kreditmärkte profitierten im Februar erneut von einer weiteren Einengung der Risikoaufschläge. Positive Konjunkturüberraschungen in Europa, eine historisch hohe Nachfrage nach Unternehmensanleihen und ein mangelndes Angebot auf der Unternehmensseite führten dazu, dass die Spreads im IG- und HY-Segment auf den tiefsten Stand seit zwei Jahren fielen.
- Die historisch hohen Zuflüsse in IG, die seit Jahresbeginn bereits die Hälfte des Vorjahresniveaus überschritten haben, sowie die geopolitischen Risiken unterstützen die Präferenz von IG gegenüber HY und das Meiden von Zyklikern. Finanzanleihen dürften durch den starken Rückgang des Nettoangebots zusätzlich gestützt werden.

Zuletzt weiter fallende Spreads im IG- und HY-Bereich



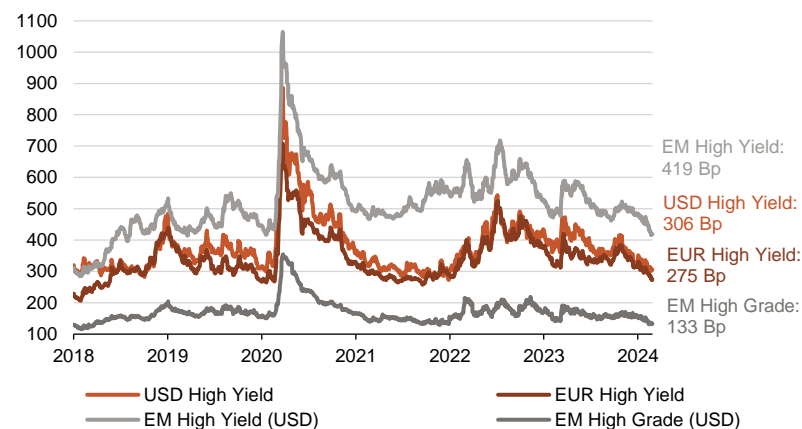
Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2018 – 27.02.2024

Schwellenländer: Resilienz trotz weiterer Abflüsse

- Die Staats- und Unternehmensanleihen der EM-Länder verzeichneten im Februar weiter Abflüsse, wenngleich starke Zuflüsse von lokalen Banken und Versicherungen für technische Unterstützung sorgten und die Risikoaufschläge weiter einengten. Eine weitere Verknappung des Neuemissionsangebots sowie eine robuste lokale Nachfrage dürften Schwellenländeranleihen zusätzlichen technischen Rückenwind verleihen.
- Die zunehmende Möglichkeit eines „Higher for Longer“-Szenarios in den Industrieländern, die von anhaltenden Inflationsrisiken im Dienstleistungs- und Lohnbereich betroffen sind, dürfte die relative Attraktivität des Lokalwährungssegments weiter stützen.

EM-Spreads trotz Abflüsse weiter rückläufig



Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2018 – 27.02.2024

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



Kernsegmente



Staatsanleihen Untergewichten

- Sichere Staatsanleihen könnten weiterhin erhöhte Zinsvolatilität aufweisen. Da diverse Datenpunkte die teilweise widersprüchliche Tendenzen der großen Volkswirtschaften unterstreichen, bleibt die Visibilität der weiteren Zinsentwicklung gering.
- 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, fokussieren uns hier aber weiterhin eher auf kürzere Laufzeiten. Die allermeisten Emittenten überzeugen 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.
- Bei Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern präferieren wir Staatsanleihen gegenüber IG-Unternehmensanleihen aufgrund höherer Rendite sowie längerer Duration.



Hochzinsanleihen Übergewichten



- Wir sind angesichts einer schwachen Konjunktur weiterhin vorsichtig in der Breite im Hochzinsanleihen-Segment, sehen jedoch 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

	27.02.2024	30.06.2024		31.12.2024	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	5,25-5,50	5,00-5,25	5,25	4,25-4,50	4,50
10J US-Rendite	4,30	4,30	3,98	4,40	3,83
Eurozone					
Leitzins	4,50	4,25	4,25	3,75	3,50
10J Bund-Rendite	2,46	2,50	2,17	2,70	2,14
Großbritannien					
Leitzins	5,25	5,00	5,05	4,00	4,30
10J Gilts-Rendite	4,19	4,00	3,77	4,00	3,59

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.02.2024

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

Bis auf Weiteres seitwärts

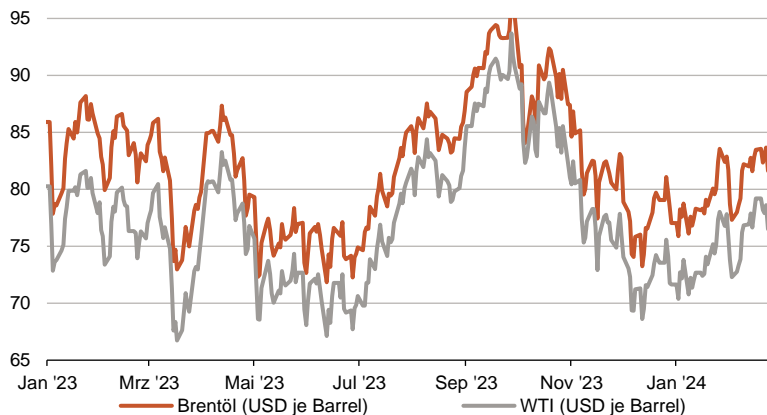


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

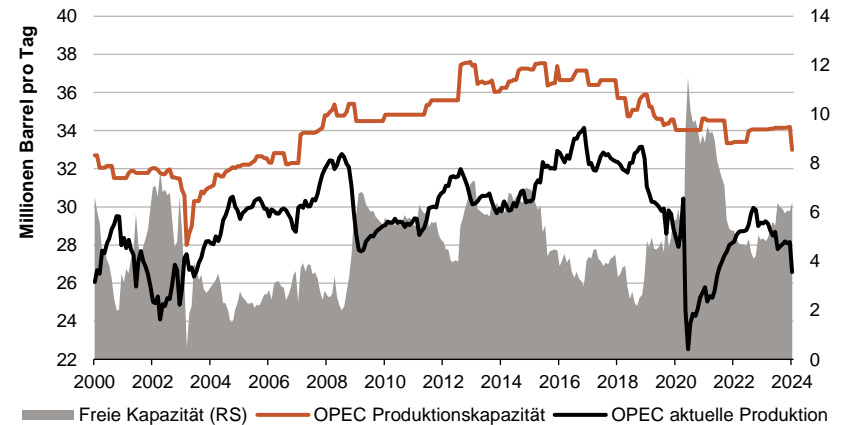
Geopolitische Risikoprämie bleibt bestehen, aber kein eindeutiges fundamentales Ungleichgewicht erkennbar

- Mit Fortschritten in den Verhandlungen um eine Feuerpause zwischen Israel und der Hamas fiel der Ölpreis Anfang Februar noch um mehr als 5 %. Nachdem die Friedensverhandlungen allerdings vorerst scheiterten und damit auch die Huthi-Rebellen ihre Angriffe auf Öltanker im Roten Meer fortsetzten, erholte sich der Ölpreis fast ebenso schnell wieder. Da immer mehr Öl über das Kap der Guten Hoffnung umgeleitet wird, bleiben die Transportkosten bis auf Weiteres erhöht. Damit dürfte die angespannte geopolitische Lage im Nahen Osten auch in naher Zukunft den Ölpreis weiter stützen.
- Die erstaunlich robuste US-Wirtschaft und die zuletzt positiven Konjunkturüberraschungen in Europa sprechen dafür, dass die Nachfrage höher als zunächst erwartet ausfallen könnte. Die OPEC rechnet gar mit einem Wachstum von über 2 mbpd, während die IEA mit ihrer Schätzung von 1,2 mbpd deutlich zurückhaltender ist. Gleichzeitig bleibt aber auch das Angebot reichlich. So laufen ab Ende März freiwillige Kürzungen der OPEC+ i.H.v. 2,2 mbpd offiziell aus. Eine (teilweise) Verlängerung scheint jedoch wahrscheinlich, da sonst eine Überversorgung droht. In Summe lassen die Fundamentaldaten auf keinen eindeutigen Trend schließen, sodass sich der Ölpreis in den kommenden Monaten weiter zwischen 70 bis 90 USD je Barrel bewegen dürfte. Geopolitische Eskalationen, positive Zeichen aus China oder ein Anstieg der sehr niedrigen Anlegerpositionierung bieten allerdings positives Überraschungspotenzial.

Brent stabilisiert sich oberhalb von 80 USD je Barrel



OPEC mit erheblichen freien Kapazitäten



Edel- und Industriemetalle

Goldpreis hält sich robust, Industriemetalle warten auf Impulse

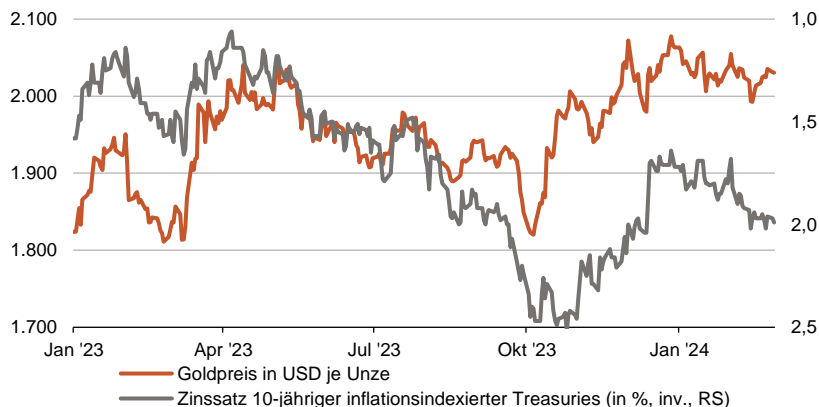

BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold durch physische Nachfrage weiter gestützt

- Aufgrund starker Arbeitsmarktdaten und überraschend hoher Inflationsdaten haben Anleger ihre Erwartungen an baldige Zinssenkungen heruntergeschraubt. Die in der Folge gestiegenen Realzinsen lasteten auf Gold.
- Trotzdem und obwohl seit Jahresbeginn bereits über 3 Mio. Unzen aus ETFs abgeflossen sind, konnte sich der Goldpreis bei ca. 2.000 USD pro Unze halten. Ein Grund dafür dürfte die physische Nachfrage der Zentralbanken als auch die saisonal starke Nachfrage aus China anlässlich des Neujahrsfestes sein, wie die stark gestiegenen Exporte aus der Schweiz nach Hongkong vermuten lassen. Das Aufwärtspotenzial scheint jedoch bei anhaltend hohen Leitzinsen vorerst begrenzt.

Goldpreis trotz steigenden Realzinsen

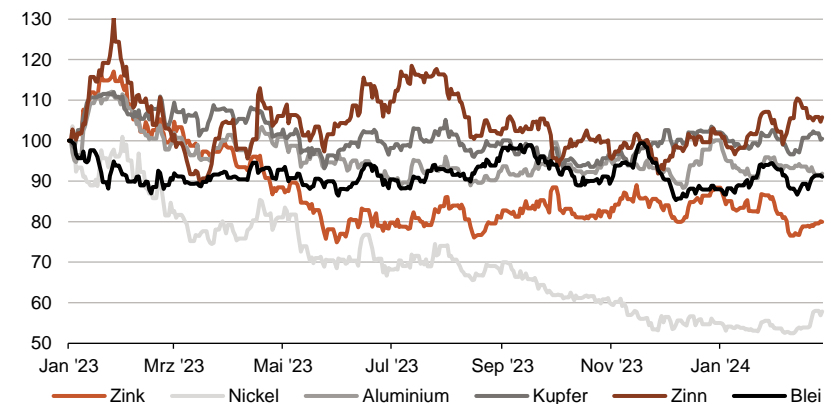


Zeitraum: 01.01.2023 – 27.02.2024

Industriemetalle pendeln weiter seitwärts

- Die Konjunktur im Westen scheint sich aufzuhellen, die Erholung im verarbeitenden Gewerbe verläuft jedoch noch schleppend. In China unterstützt die Zentralbank zwar gezielt den Immobiliensektor, ein breiter Stimulus blieb bisher aber aus. Industriemetalle schwankten deshalb zuletzt weiter seitwärts und warten auf Impulse.
- Nach längerem Angebotsüberhang bei Nickel und fallenden Preisen kündigten einige Produzenten zuletzt an, sich aus dem Markt zurückzuziehen. Mit dem Ausblick auf ein geringeres Angebotswachstum erholte sich der Nickelpreis jüngst. Der Aluminiumpreis hingegen schwächelt seit Jahresbeginn aufgrund stark gefallener Energiepreise trotz Disruptionen sowohl bei Raffinerien als auch dem Bauxitabbau.

Industriemetalle im Seitwärtstrend



Zeitraum: 01.01.2023 – 27.02.2024



06

Währungen



Marktentwicklung

Geld & Währung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Starker Dollar

- Nachdem die Gemeinschaftswährung zwischen den Jahren auf über 1,10 US-Dollar je Euro geklettert war, notierte sie zuletzt wieder bei 1,08. Darin spiegelt sich eher die Stärke des Dollar als eine Schwäche des Euro wider – gegenüber einem breiten Währungskorb war der Euro recht stabil, während der Dollar aufwertete. Für die weitere Entwicklung dürfte von großer Bedeutung sein, ob die Euro-Konjunktur sich wie erwartet erholt und wann und wie sehr die Zinsen fallen werden. Die Europäische Zentralbank hat zuletzt sehr gemischte Signale gesandt was den Zeitpunkt eines ersten Zinsschritts nach unten angeht.

Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 02/2019 – 02/2024

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 1,12 US-Dollar je Euro. Ein echter Höhenflug der Gemeinschaftswährung wäre das aber noch nicht.
- Gegenüber dem Franken tut sich der Euro schwer, wengleich sich die Schweizer Zentralbank wohl einen schwächeren Franken wünscht. Die SNB kaufte im Dezember Fremdwährungen in Höhe von rund 10 Mrd. Franken.

Wechselkurs EUR/CHF





Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 02/2019 – 02/2024

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

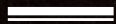
Wechselkursprognosen	27.02.2024	30.06.2024		31.12.2024	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,08	1,10	1,10	1,12	1,12
EUR/GBP	0,85	0,86	0,86	0,85	0,87
EUR/CHF	0,95	0,95	0,96	0,96	0,98
EUR/JPY	163	156	157	157	154
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-1,4	-1,4	-3,2	-3,2
GBP	-	-0,6	-0,6	0,6	-1,7
CHF	-	0,3	-0,8	-0,8	-2,8
JPY	-	4,6	4,3	4,0	6,3

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.02.2024

*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. Salomon Fiedler

Economist

Kontakt

www.berenberg.de

MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de