



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

April | 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 28.03.2024



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Chancen unterhalb der Oberfläche	4
02	Volkswirtschaft Inflationsdruck lässt nach, Zinswende voraus	9
03	Aktien Moderates Aufwärtspotenzial	14
04	Anleihen Es lohnt sich der genaue Blick	20
05	Rohstoffe Chancen überwiegen, Goldpreis steigt und Industriemetalle warten auf Impulse	25
06	Währungen Langfristige Dollarstärke – Euro holt etwas auf	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 (27.02.24 - 26.03.24)	■ YTD (29.12.23 - 26.03.24)	26.03.23	26.03.22	26.03.21	26.03.20	26.03.19
Gold	7,3	7,5	9,3	3,1	21,4	-0,6	26,6
Brent	4,8	16,4	26,7	-19,2	122,9	75,5	-48,8
Aktien Industrienationen	2,8	10,4	28,0	-8,3	17,8	42,5	-6,9
Aktien Frontier Markets	2,3	7,1	15,0	-16,8	16,9	27,9	-15,7
Industriemetalle	2,1	0,8	-7,7	-23,5	59,9	48,8	-20,7
Globale Wandelanleihen	1,9	3,0	10,6	-12,7	-0,3	61,0	-5,9
Aktien Emerging Markets	1,7	4,2	9,2	-9,2	-5,7	46,7	-14,9
EUR Unternehmensanleihen	0,9	0,1	6,0	-7,1	-6,1	9,6	-3,8
EUR Staatsanleihen	-0,7	0,7	2,5	-6,4	-4,3	1,6	1,8
REITs	-2,7	0,5	5,1	-22,5	22,8	20,1	-16,5
Euro-Übernachteinlage	0,3	1,0	3,7	0,6	-0,6	-0,5	-0,4
USD/EUR-Wechselkurs	0,1	1,9	-0,7	2,1	7,4	-6,5	2,1

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: 26.03.2019 – 26.03.2024

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- USA: Fiskalpolitik stützt Konjunktur trotz hoher Zinsen. Europa: Stagnation im Winter, Aufschwung im Frühjahr.
- Auf beiden Seiten des Atlantiks hat der Preisdruck erheblich nachgelassen – aber nicht dauerhaft auf 2 %.
- Für die FED, EZB und BoE erwarten wir angesichts rückläufiger Inflationsraten erste Zinsschritte nach unten ab Juni 2024.

Aktien



- Aktienindizes könnten bis Jahresende leicht steigen. USA ohne weitere, größere Bewertungsausweitung.
- Nebenwerte bieten mehr Potenzial, auch unterstützt durch zunehmende M&A-Transaktionen.
- Fokus liegt auf Quality-Growth-Aktien mit hohen Gewinnwachstumsraten, Lateinamerika bleibt attraktiv als Zusatz.

Anleihen



- Nach schwachem Jahresstart für Staatsanleihen versprechen britische Papiere in Lokalwährung Erholungspotential.
- Bei europäischen Unternehmensanleihen meiden wir Hochzinspapiere, Bankanleihen bieten selektiv Einstiegschancen.
- In den Schwellenländern machen sinkende Zinsen besonders das Segment der Lokalwährungsanleihen attraktiv.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Rohöl profitiert von Geopolitik und höherer Nachfrage, aber Angebot bleibt reichlich. Volatile Seitwärtsbewegung wahrscheinlich.
- Gold erreicht neue Höchststände, getrieben von Technik und physischer Nachfrage.
- Industriemetalle warten auf die Erholung im verarbeitenden Gewerbe. Angebot bleibt strukturell knapp.

Währungen



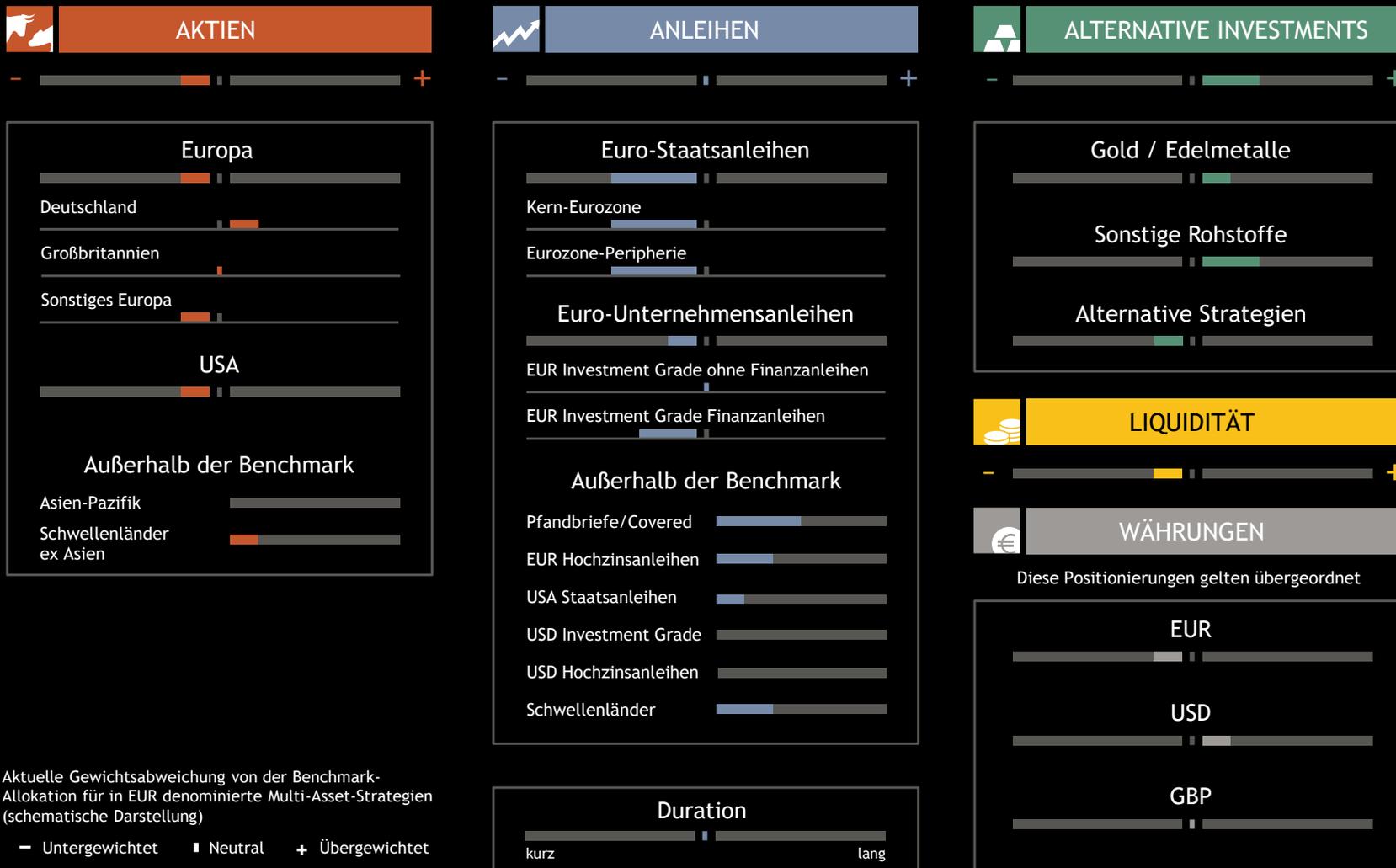
- EZB, Fed und BoE dürften später im zweiten Quartal zeitlich dicht beieinander jeweils ihre Zinswenden einleiten.
- Die genaue Reihenfolge der ersten Zinssenkung könnte kurzfristig für Volatilität sorgen, sollte aber langfristig unerheblich sein.
- Mittelfristig dürften die Zentralbankzinsen in den USA knapp einen Prozentpunkt über jenen in der Eurozone liegen.



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)

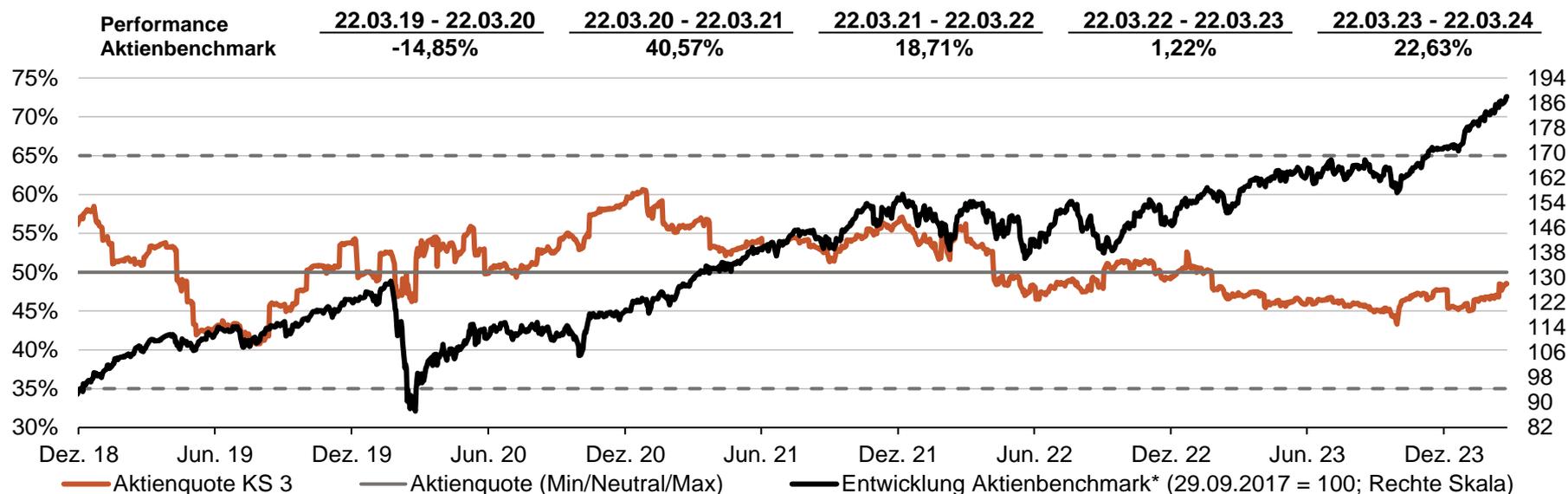
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3



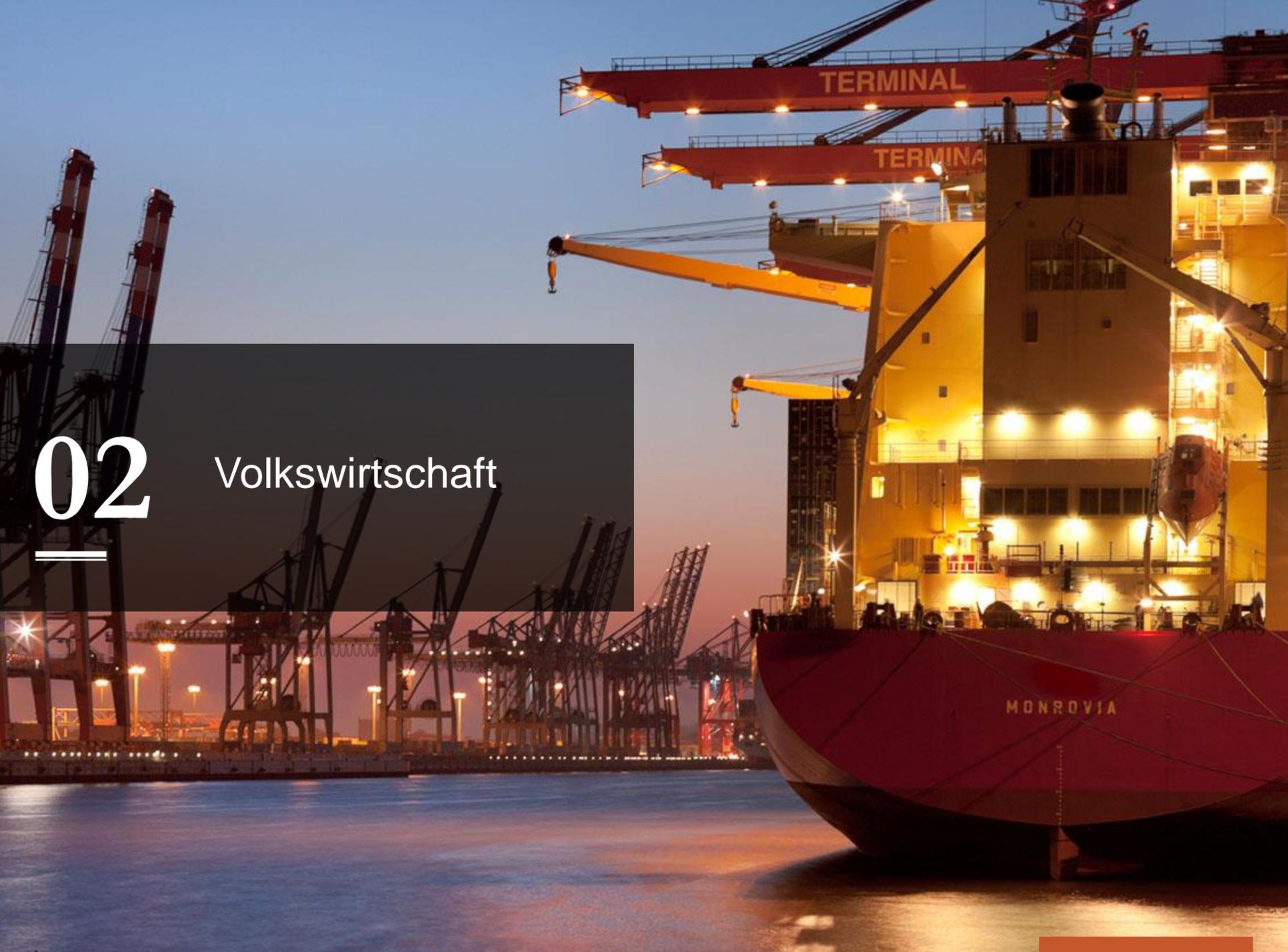
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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: 22.03.2019 – 22.03.2024
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Der Blick in den Rückspiegel zeigt, dass wir mit einer zu defensiven Aufstellung in das Jahr gestartet sind. Zwar hatten wir Anfang November unser Aktiengewicht mittels US-Aktien erhöht, aber wir haben diese Position nach deutlichen Gewinnen bereits Anfang Januar wieder geschlossen. Die erwartete Wachstumsschwäche, bevor es wieder aufwärts gehen kann, blieb bisher aus. Mit den starken Kursgewinnen setzen die Aktienmärkte nun auf sehr positive Aussichten für Konjunktur und Unternehmensgewinne.
- Ohne eine Korrektur des optimistischen Sentiments und der hohen Positionierung bleiben wir angesichts vielfältiger Risiken für dieses positive Szenario aber balanciert positioniert. Die stärksten Überzeugungen unter der Oberfläche haben wir bei Edel- und Industriemetallen, breit gestreuten US-Aktien (neue Positionierung seit Mitte März), europäischen Nebenwerten, Pfandbriefen, Nachranganleihen von Banken, Katastrophenanleihen, Schwellenländeranleihen in Lokalwährung sowie einer Position, die von einer steileren US-Renditestruktur profitieren würde. Unser Fokus auf Qualitäts- und Wachstumsaktien dürfte von fallenden Zinsen ebenfalls profitieren.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

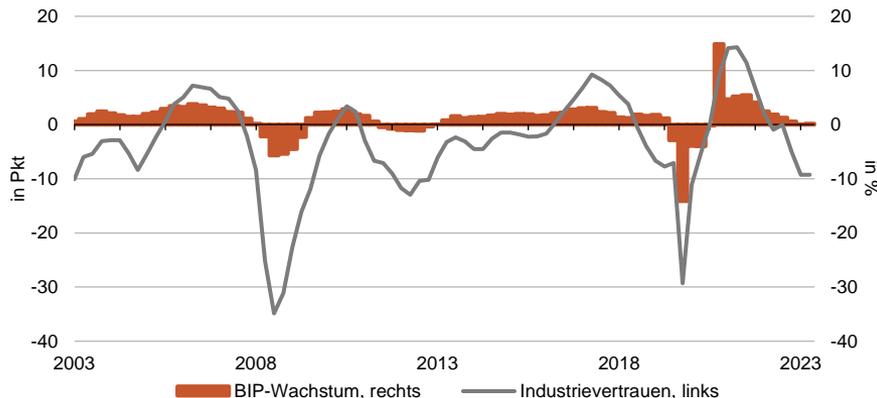


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Durchwachsener Ausblick für Europa

- Zwei sehr unterschiedliche Kräfte prägen den Ausblick für die europäische Konjunktur für die kommenden Monate. Einerseits hat der Kontinent auch den zweiten Winter nach dem Putin-Schock gut überstanden. Zudem steigen die Einkommen der Verbraucher bei rückläufiger Inflation, einem weitgehend stabilen Arbeitsmarkt und höheren Lohnzuwächsen bereits seit dem Frühjahr 2023 wieder stärker als die Preise.
- Andererseits steckt das verarbeitende Gewerbe weiterhin in einer Rezession. Der schwache Welthandel trifft insbesondere Länder wie Deutschland, die sich auf die Ausfuhr von Waren spezialisiert haben.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



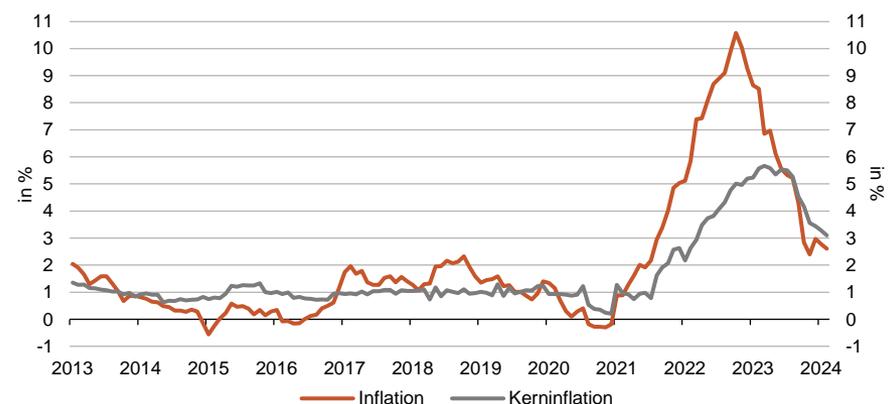
Quelle: Haver

Zeitraum: 09/2003 – 12/2023

Neuer Schwung im Frühjahr

- Nach einer Stagnation im Winter zeichnet sich für die Eurozone ein neuer Aufschwung im Frühjahr ab. Sobald die Konjunktur nach dem Ende der Lagerkorrektur etwas Tritt gefasst hat, werden viele Unternehmen wieder mehr investieren, um Lieferketten neu zu strukturieren und knappe Arbeitskräfte zu ersetzen.
- Bei besserer Nachrichtenlage aus dem Verarbeitenden Gewerbe dürfte in der Eurozone im Frühjahr auch die Kauflust der Verbraucher wieder etwas zunehmen. Getrieben von einer anziehenden Binnennachfrage kann die Konjunktur in der Eurozone im Herbst wieder ein Wachstumstempo etwas oberhalb der Trendrate von 1,3 % erreichen.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2003 – 02/2024

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

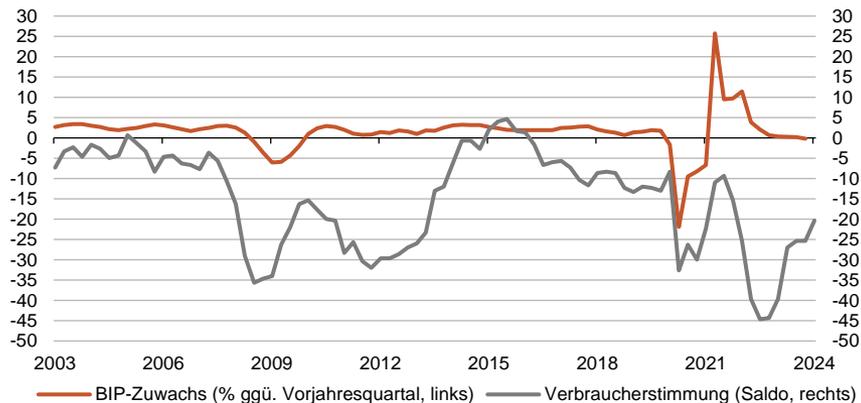


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wachstum kehrt zurück

- Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die Wirtschaft nach einer seichten Rezession in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres in Q1 wieder expandierte. Daten zum monatlichen BIP, Hauspreisen, den Einkaufsmanagerindizes, Verbrauchervertrauen und Einzelhandelsumsätzen passen alle zu unserer Einschätzung, dass das Schlimmste ausgestanden ist.
- Der Aufschwung dürfte im Jahresverlauf Fahrt aufnehmen wegen 1.) ordentlicher realer Lohnanstiege im Zuge fallender Inflationsraten und eines weiterhin robusten Arbeitsmarktes, 2.) einer Erholung des Welthandels und 3.) eines günstigeren Finanzierungsumfelds im Zuge von Zinssenkungen durch die Bank of England (BoE).

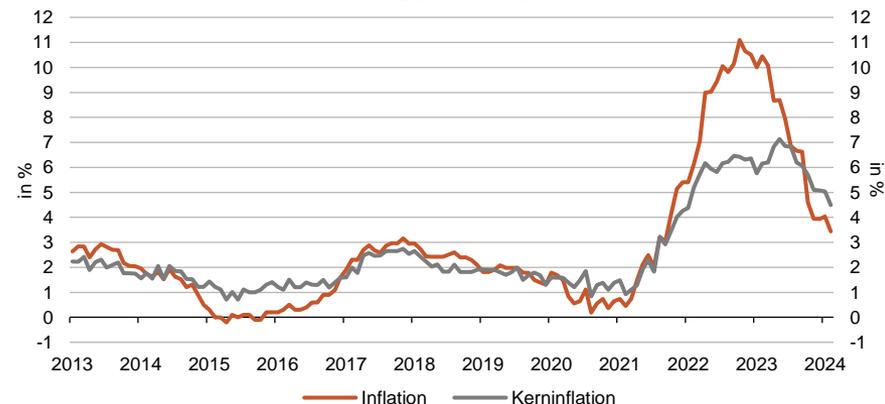
Großbritannien BIP-Wachstum und Verbraucherstimmung



Inflation zieht sich zurück

- Leicht verzögert gegenüber der Eurozone fällt die Inflation auch im Vereinigten Königreich – im Februar auf 3,4 %. Basiseffekte und eine weitere Reduktion des Energiepreisdeckels im April dürften dazu beitragen, dass die Inflation in Q2 wieder etwa das 2 %-Ziel erreicht.
- Auf ihrer jüngsten Sitzung am 21. März ließ die BoE den Leitzins unverändert bei 5,25 %. Aber im Zuge der nachlassenden Inflation dürfte sie im Juni beginnen, ihn zu senken – und da die BoE von einem höheren Niveau startet als die EZB, wird sie 2024 mit fünf 25-Basispunkte-Schritten wohl stärker kürzen, als die EZB mit ihren drei.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

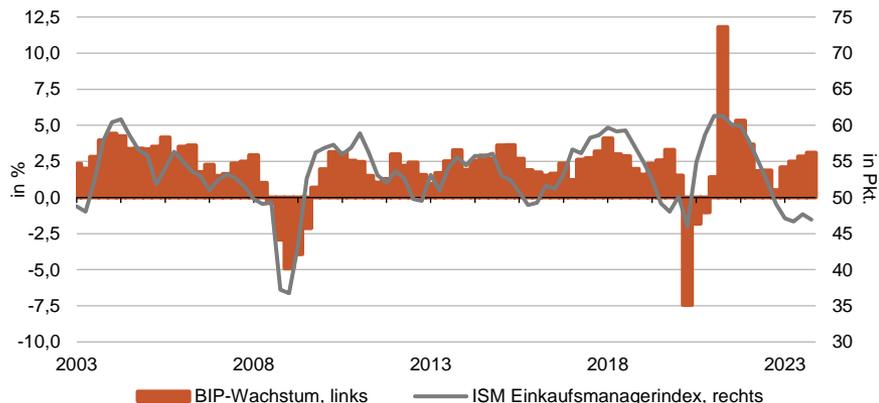


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Fiskalpolitik stützt Konjunktur trotz hoher Zinsen

- Trotz der energischen Zinsanhebung durch die Fed hält sich die US-Konjunktur weiterhin besser als erwartet. Dank einem weiterhin robusten Arbeitsmarkt ist die Ausgabenneigung der privaten Verbraucher ungebrochen. Auch die Unternehmen haben bisher trotz höherer Finanzierungskosten ihre Investitionen nicht zurückgefahren. Dank hoher Reserven sind sie weniger auf Kredite angewiesen als früher.
- Der wichtigste Grund für das anhaltend hohe US-Wachstum liegt in der Fiskalpolitik. Erstens wirken die Steueranreize für grüne (und einige andere) Investitionen der restriktiven Geldpolitik entgegen. Zweitens erhöht der Staat seine eigenen Ausgaben massiv.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



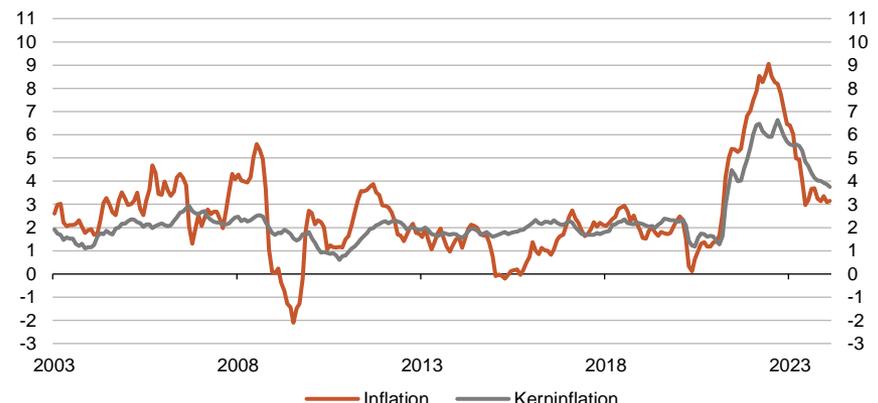
Quelle: Haver

Zeitraum: 03/2003 – 12/2023

Erhebliche Risiken verbleiben jedoch

- Natürlich verbleiben erhebliche Risiken, denn die Geldpolitik wirkt zeitlich verzögert. Sie kann die Konjunktur also noch in diesem Jahr bremsen, obwohl die USA den Zinsgipfel bereits im Herbst 2023 erreicht hatten. Allerdings dürfte die Fiskalpolitik im Wahljahr 2024 expansiv bleiben.
- Wir rechnen weiterhin damit, dass sich das Wachstum nach einem guten Start ins Jahr 2024 im Frühjahr und Sommer etwas abschwächt, bevor es nach einem ersten Lockern der Geldpolitik Ende 2024 wieder an Schwung gewinnen wird.

USA Inflation (in %, ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2003 – 02/2024

Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

BIP-Wachstum (in %)

Inflation (in %)

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.03.2024

* 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

Moderates Aufwärtspotenzial

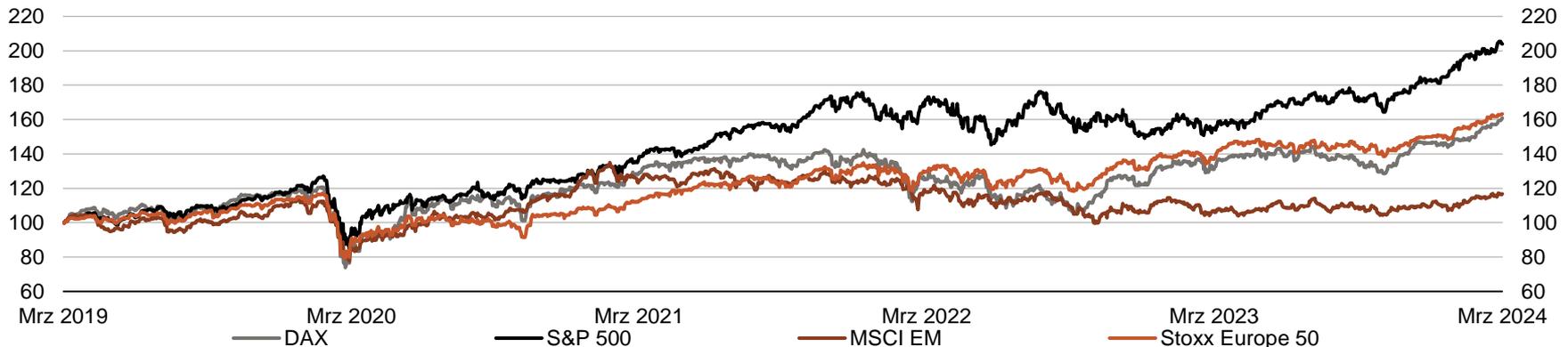


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Erfreulicher Jahresstart

- Anhaltend robuste US-Makrodaten und positive Konjunkturdaten für Japan und die Eurozone haben zu einer Fortsetzung der Aktienhausse geführt, unterstützt auch durch lockere Finanzbedingungen und eine solide Berichtssaison. Steigende Realzinsen aufgrund zunehmender Inflationsrisiken und das Auspreisen von Zentralbankzinssenkungen wurden hingegen vom Markt zumindest oberflächlich ignoriert. Im Gegensatz zur Jahresendrallye hat die Marktbreite jedoch wieder abgenommen. Zinssensitive Nebenwerte hatten gegenüber ihren „Large Cap“-Pendants dieses Jahr bisher das Nachsehen.
- Wir sehen Chancen vor allem unter der Oberfläche. So gefallen uns Unternehmen aus dem Gesundheitssektor, die von mehreren Megatrends wie der alternden Bevölkerung und der Digitalisierung profitieren. Small Caps mit gesunden Bilanzen dürften unseres Erachtens Aufholpotenzial haben. Dafür sprechen neben der günstigen Bewertung auch die zunehmenden M&A-Transaktionen sowie die Stabilisierung der Zinsen. Unser Fokus liegt weiterhin auf europäischen Qualitätswachstumswerten, die von ihren überdurchschnittlichen Gewinnwachstumsraten profitieren sollten. „Value“-Regionen wie Lateinamerika mögen wir aus Diversifikationsgründen als zyklischen Play und, weil die im Index relativ stark vertretenen Rohstoffaktien bisher deutlich weniger gestiegen sind als die Rohstoffe selbst.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 26.03.2019 – 26.03.2024

Unternehmensgewinne

Gemischte Änderungen der Gewinnerwartungen



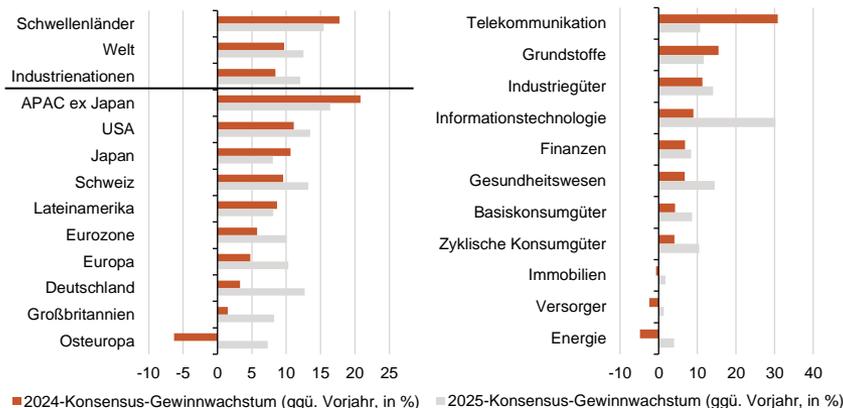
Positive Gewinnrevisionen vor allem bei Japan und US-Tech

- Obwohl die Q4-Berichtssaison im Aggregat positiv überraschte, fallen die Veränderungen der Gewinnerwartungen für 2024 gemischt aus. Japan profitiert insbesondere vom schwachen Yen und hat die größten positiven Gewinnrevisionen gesehen.
- Bei US-Aktien sahen vor allem KI-Profiture Erhöhungen der Gewinnschätzungen, sodass im Aggregat die EPS-Schätzungen für den S&P 500 zumindest leicht anstiegen. Negative Gewinnrevisionen überwogen hingegen in Europa und den Schwellenländern. Angesichts der nach wie vor hohen Zinsen, Löhne und wieder gestiegenen Rohstoffpreise gehen wir weiter davon aus, dass es die Unternehmensgewinne dieses Jahr schwer haben werden, nach oben zu überraschen.

US-Aktienmarkt trotz hoher Bewertung relativ unterstützt

- Der US-Aktienmarkt sollte trotz hoher Bewertung relativ unterstützt bleiben. Dafür spricht neben der stärkeren US-Konjunktur, den niedrigeren Energiekosten und den innovativeren Unternehmen vor allem, dass die Mega-Caps am stärksten durch nicht-fundamentale Zuflüsse (ETFs, Optionen, Buybacks) unterstützt bleiben.
- Wir sehen aufgrund der Positionierung und Bewertung nur noch ein moderates Aufwärtspotenzial für Aktienindizes bis zum Jahresende. Die Wahrscheinlichkeit eines Rückschlags im Sommer ist im Einklang mit der typischen Saisonalität deutlich gestiegen, zumal auch der US-Präsidentenwahlkampf in die heiße Phase geht. Dieser dürfte naturgemäß für eine gewisse Volatilität an den Märkten sorgen.

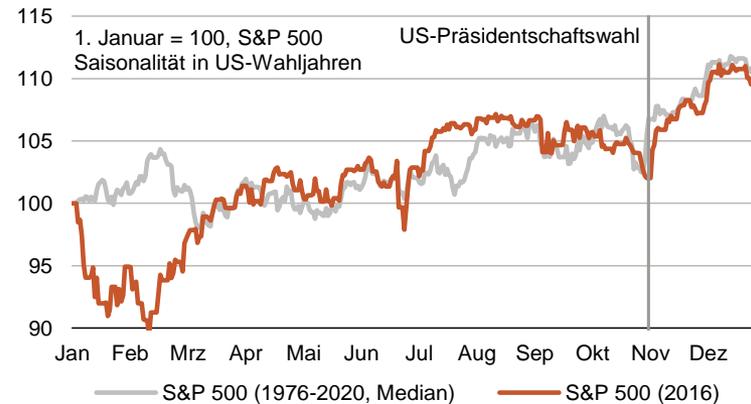
Konsens erwartet fulminantes Gewinnwachstum für 2024



Quelle: Factset, MSCI Europe Sektoren, eigene Berechnungen

Stand: 26.03.2024

Volatilität dürfte über den Sommer ansteigen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1976 – 31.12.2020

Performance und Bewertung

Marktbreite dürfte im weiteren Jahresverlauf zulegen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

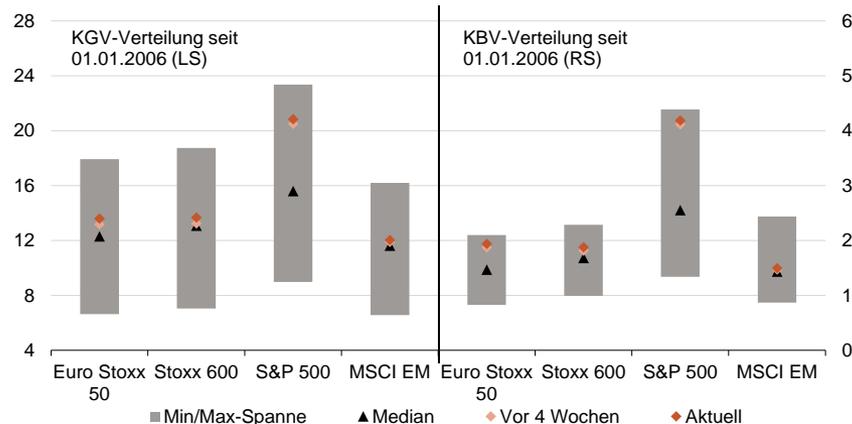
Weitere Bewertungsausweitungen in den USA limitiert

- Die jüngste Hausse war stark bewertungsgetrieben und das trotz steigender Zinsen, was eher ungewöhnlich ist. So steht das Forward-KGV für den S&P 500 nun wieder bei knapp 21 (90. Perzentil über die letzten 10 Jahre), deutlich oberhalb des historischen Durchschnitts von 17.
- Ein Treiber waren neben der Hoffnung auf langfristig höhere Gewinne aufgrund der KI-Revolution die anhaltenden Zuflüsse in US-Technologie – der einzige Aktiensektor mit massiven Zuflüssen in den letzten Monaten, dank KI-Euphorie. Zudem haben systematische Strategien ihr Aktienexposure weiter ausgebaut, allen voran Risikoparitätsstrategien – dank einer fallenden Korrelation zwischen Aktien und Anleihen.

Chancen unter der Oberfläche

- Wir halten angesichts der schon hohen Positionierung nicht-fundamentaler Anleger das Potenzial für eine größere Bewertungsausweitung für limitiert, selbst im Falle von Zinssenkungen seitens der Zentralbanken.
- Andere Segmente wie europäische Aktien und Nebenwerte sind hingegen günstig im Vergleich zur eigenen Historie bewertet. Sollten unsere Volkswirte recht behalten und sich das europäische Wachstum ab dem zweiten Quartal 2024 wieder beschleunigen, dürften nicht nur die Gewinne, sondern auch die Bewertungen europäischer Unternehmen steigen.

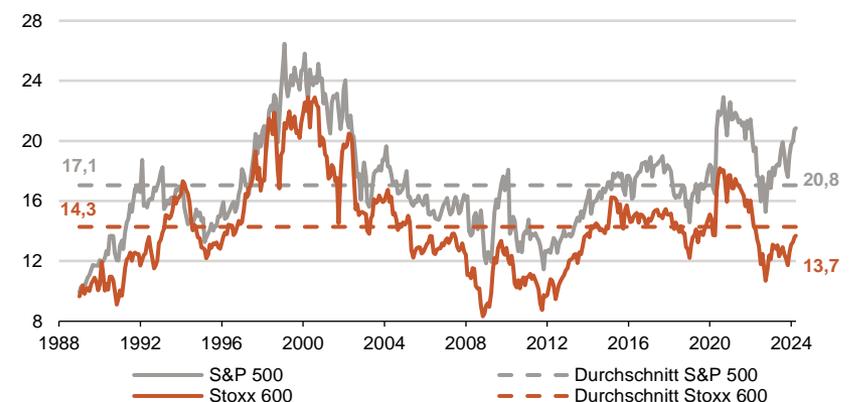
US-Aktien historisch teuer bewertet



Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2006 – 26.03.2024

Europäische Aktien noch historisch günstig



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1998 – 26.03.2024

Aktien Allokation

Übergewicht in EM und Europa ex. UK



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

Leicht untergewichten

- 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 untergewichtet. Wir sehen Chancen in europäischen Nebenwerten und breit gestreuten US-Aktien (neue Positionierung seit Mitte März).

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	26.03.2024	31.12.2024	30.06.2025	in 12 Monaten
S&P 500	5.204	5.300	5.500	5.636
DAX	18.384	18.500	20.000	20.509
Euro Stoxx 50	5.064	5.100	5.400	5.374
MSCI Großbritannien	2.274	2.300	2.400	2.582
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	1,9	5,7	8,3
DAX	-	0,6	8,8	11,6
Euro Stoxx 50	-	0,7	6,6	6,1
MSCI Großbritannien	-	1,1	5,5	13,5

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.03.2024

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

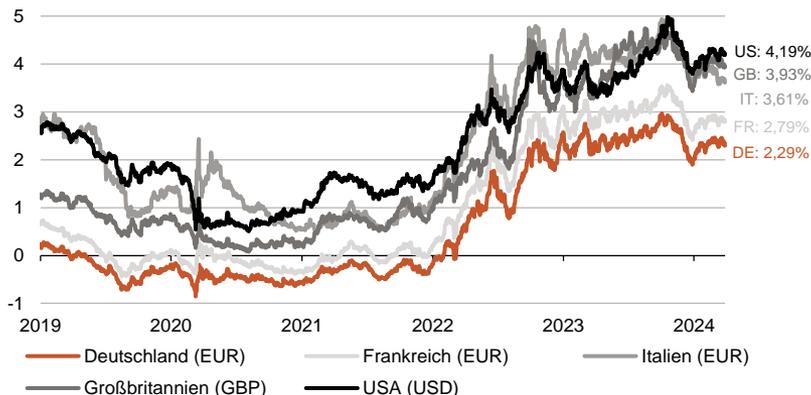
Geteilte Aussichten bieten differenzierte Chancen



Heterogene Märkte bieten unterschiedliche Chancen

- Das Anleihejahr 2024 hat gemischt begonnen. Angesichts positiver konjunktureller Überraschungen kam Gegenwind in Form steigender Renditen auf, dem einzelne Anleihe-segmente in unterschiedlichem Maße Paroli bieten konnten. Nach den starken Renditerückgängen der sicheren Staatsanleihen in den letzten Wochen des vergangenen Jahres war das zurückliegende Quartal von einer Gegenbewegung geprägt.
- Heterogenität dürfte auch den weiteren Jahresverlauf kennzeichnen, wobei wir unsere Parole „Die guten Zeiten sind nicht vorbei“ nicht zurücknehmen, sondern hervorheben, dass innerhalb der von uns besprochenen Teilmärkte Differenzierung unerlässlich ist.

Steigende Renditen seit Jahresbeginn auf breiter Front



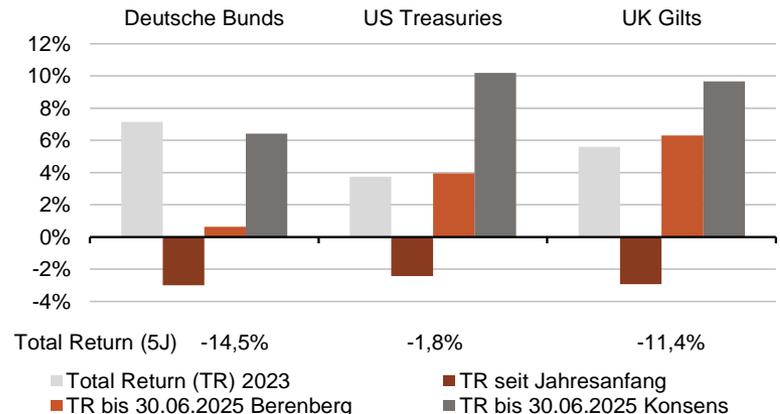
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2019 – 27.03.2024

Geteilter Ausblick auf den Jahresverlauf

- Die entsprechenden Kursverluste bei sicheren Staatsanleihen münden allerdings in einer positiven Botschaft: Die schwierigste Jahresphase dürfte bereits hinter uns liegen. Denn da sich die aktuellen Rendite-niveaus den von uns prognostizierten ein gutes Stück angenähert haben, ist der Ausblick auf die kommenden Monate zumindest in Teilen vielversprechend.
- Besonders britische Staatsanleihen könnten im zehnjährigen Segment stark profitieren, während deutsche Bundesanleihen wegen niedrigerer Verzinsung riskanter sind. Wir erwarten, dass Notenbanken, einschließlich der EZB, die Zinsen weiter senken, um die Märkte zu stützen, mit einer zusätzlichen Zinssenkung mehr als anfangs gedacht.

Bei sicheren Staatsanleihen ist das Schlimmste vorüber



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihen-Indizes (7-10 Jahres, TR)

Zeitraum: 18.03.2019 – 18.03.2024

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

HY-Skepsis trotz Erholung; Zinssenkung stärkt EM-Anleihen



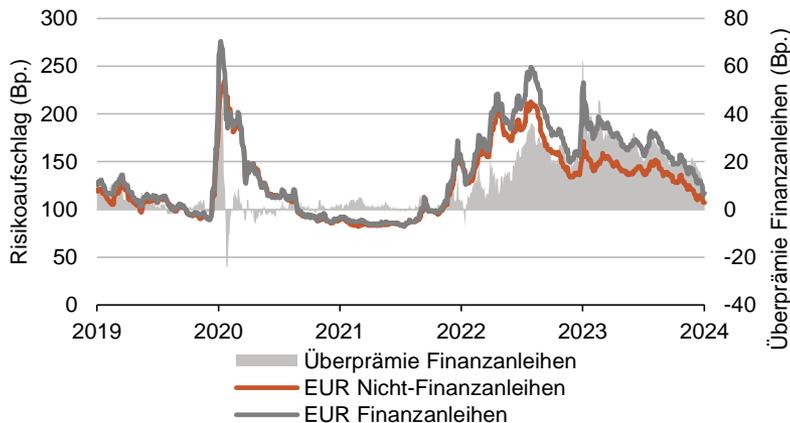
Unternehmensanleihen: Meiden vom Hochzinssegment

- Ende 2023 standen wir europäischen Hochzinsanleihen skeptisch gegenüber. Positive Wirtschaftsdaten mildern nun das Rezessionsrisiko, was den Hochzinsanleihen zu Jahresbeginn Auftrieb gab (+1,8 %). Dennoch bevorzugen wir aufgrund der hohen Bewertungen von Hochzinsanleihen die sichereren Investment-Grade-Anleihen mit einer Rendite von ca. 3,8 %.
- Die Risikoaufschläge für deutsche Finanzinstitute sind gestiegen, eine akute Bedrohung sehen wir derzeit aber nicht. Von Neuanlagen in diesem Bereich raten wir ab, halten aber Ausschau nach Chancen bei Senior-Anleihen führender Banken.

EM: Zinssenkungen stützen Lokalwährungsanleihen

- Stabile US-Arbeitsmarktdaten und eine hohe Inflation deuten darauf hin, dass die US-Zinsen länger stabil bleiben könnten, was sich auf die globalen Zinskurven auswirkt und die Zinssenkungserwartungen verändert.
- Schwellenländer mit frühzeitigen Zinssenkungen bieten Anlegern attraktive Chancen, insbesondere in Regionen mit soliden Wirtschaftsaussichten. Die bevorstehenden Wahlen in diesen Ländern dürften das günstige Investitionsklima nicht beeinträchtigen.

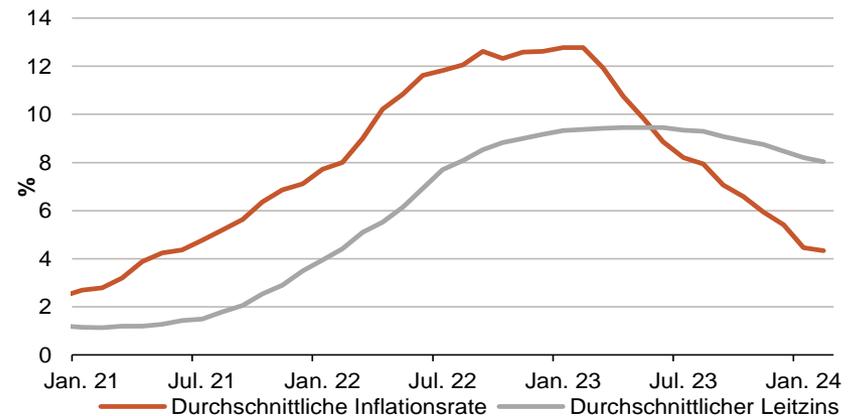
Finanzanleihen zahlen noch deutliche Überprämien



Quelle: ICE, eigene Berechnungen

Zeitraum: 18.03.2019 – 18.03.2024

Schwellenländer: Der Zinssenkungstrend nimmt Fahrt auf



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2021 – 29.02.2024

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



Kernsegmente



Staatsanleihen Untergewichten

- Da die Schwankungsbreite der Makrodaten weiterhin erhöht ist, dürfte die Zinsvolatilität bei sicheren Staatsanleihen ebenfalls erhöht bleiben.
- 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

- Da die Risikoaufschläge im Hochzinsanleihen-Segment historisch niedrig sind, sind wir in der Breite vorsichtig, 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

	26.03.2024	31.12.2024		30.06.2025	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	5,25-5,50	4,50-4,75	4,60	4,00	3,95
10J US-Rendite	4,23	4,50	3,87	4,50	3,75
Eurozone					
Leitzins	4,50	3,40	3,20	3,00	2,80
10J Bund-Rendite	2,35	2,60	2,11	2,80	2,10
Großbritannien					
Leitzins	5,25	4,00	4,30	3,50	3,55
10J Gilts-Rendite	3,97	4,00	3,61	4,00	3,57

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.03.2024

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

Chancen überwiegen

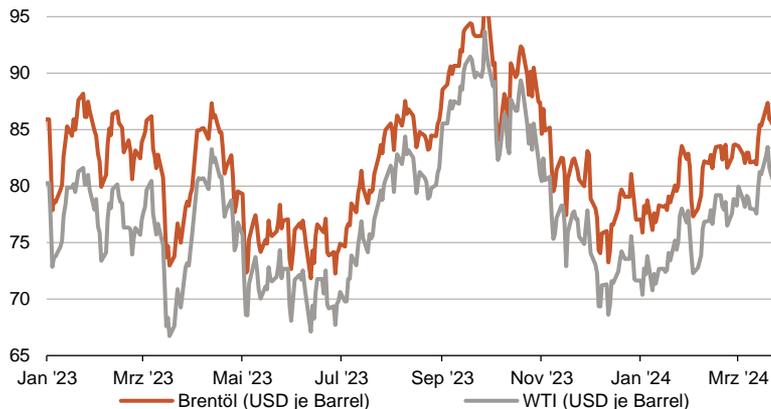


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Öl trotz positiver Entwicklungen weiter seitwärts

- Rohöl (Brent) hat sich nach der erheblichen Schwäche in Q4 letzten Jahres zuletzt wieder oberhalb der Marke von 80 USD je Barrel stabilisiert. Rückenwind kam dabei von zwei Seiten. Erstens leiten viele Reedereien infolge der Angriffe der Huthi-Rebellen im Roten Meer ihre Öltanker nun über die deutlich längere Route um das Kap der Guten Hoffnung um. Damit steigen nicht nur die Transportkosten, es wird auch mehr Angebot auf den Weltmeeren gebunden. Zweitens deuten die global zunehmend positiven Konjunkturüberraschungen auf eine bessere Nachfrage.
- Allerdings bleibt auch das Angebot reichlich. Die OPEC+, welche über erhebliche freie Kapazitäten verfügt, hat notgedrungen ihre freiwilligen Kürzungen bis Ende Juni verlängert, allerdings ließ die Compliance unter den Mitgliedern zuletzt etwas nach. Zudem dürfte die Produktion der Nicht-OPEC-Staaten dieses Jahr weiter steigen, wengleich etwas schwächer als letztes Jahr. In Summe dürfte der Ölpreis in den kommenden Monaten volatil seitwärts schwanken. Geopolitische Eskalationen, wie die jüngsten Drohnenangriffe der Ukraine auf russische Raffinerien, oder eine stärkere Erholung Chinas bieten wiederum positives Überraschungspotenzial.

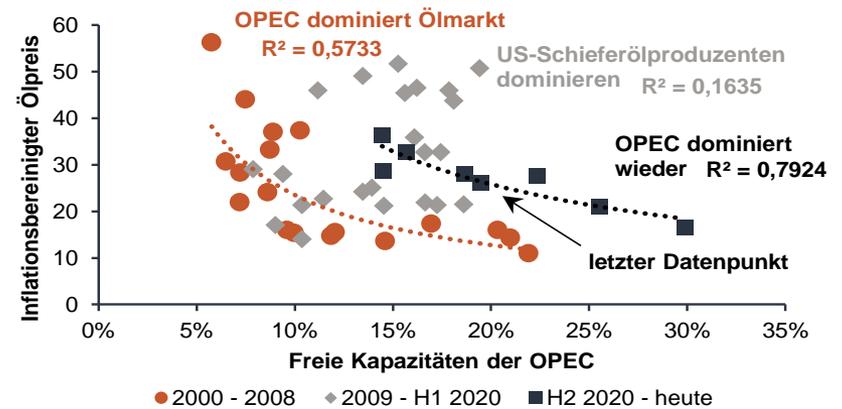
Öl stabilisiert sich oberhalb von 80 USD je Barrel



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2023 – 26.03.2024

OPEC dominiert Markt, hohe Kapazitäten belasten Ölpreis



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2000 – 31.12.2023

Edel- und Industriemetalle

Goldpreis steigt, Industriemetalle warten auf Impulse

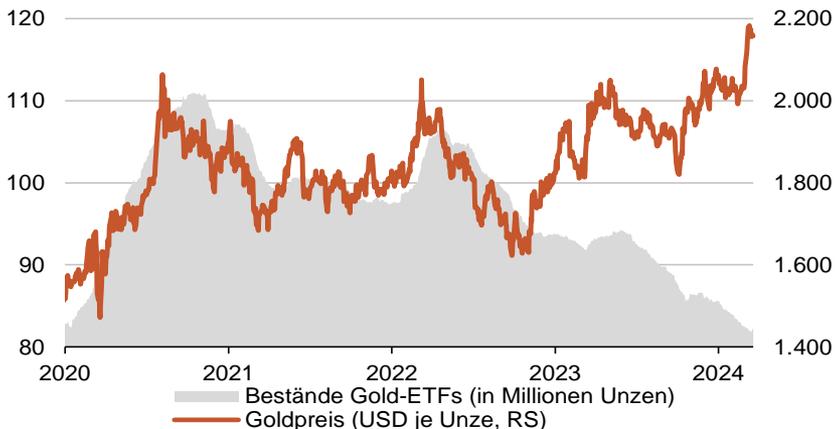


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold hat trotz Allzeithoch noch Luft nach oben

- Gold erklomm in Q1 neue Allzeithochs, obwohl es dafür eigentlich keinen fundamentalen Auslöser gab – sowohl die Realzinsen als auch der US-Dollar stehen heute höher als zu Jahresbeginn. ETFs verzeichneten gleichzeitig kontinuierlich Abflüsse. Damit dürfte der Ausbruch vor allem technisch getrieben sein.
- Historisch tendiert Gold bei einem „Soft Landing“ seitwärts. Trotzdem gibt es einige Aufwärtsschancen. Neben der Zentralbanknachfrage und der privaten Nachfrage in China hat die Positionierung der Investoren im Westen signifikant Luft nach oben, sollte es doch zum „Hard Landing“ oder einer geopolitischen Eskalation kommen. Einzig stark steigende Zinsen bleiben ein Risiko für den Goldpreis.

Goldpreis steigt, obwohl ETF-Bestände fallen



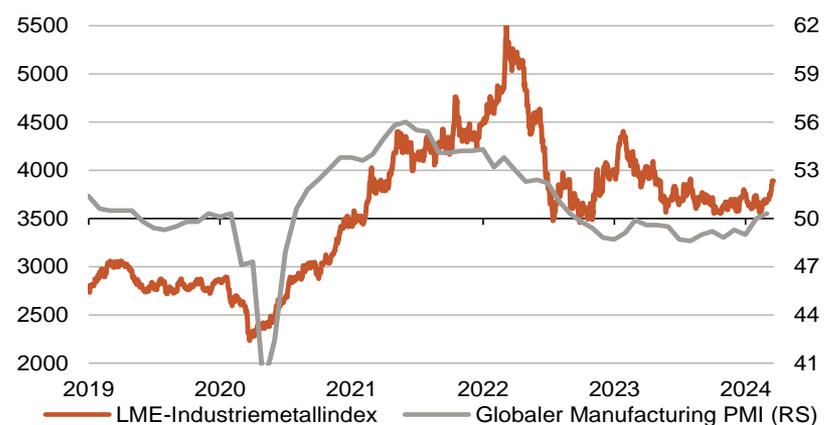
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2020 – 18.03.2024

Metalle trotz schwacher Industrie mit positivem Ausblick

- Der LME-Industriemetallindex schwankt seit Jahresanfang seitwärts. Die Konjunkturaussichten haben sich zwar deutlich aufgehellt, jedoch ist die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe derzeit noch sehr verhalten.
- Da sich immer noch keine substantziellen Angebotsausweitungen abzeichnen, obwohl das Nachfragewachstum der grünen Transformation an Fahrt gewinnt, dürften über kurz oder lang die Preise allerdings (kräftig) steigen. Zunächst braucht es aber die Erholung der Industrie für steigende Preise.

Metalle warten auf steigende Aktivität in der Industrie



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 18.03.2024



06

Währungen

Marktentwicklung

Geld & Währung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Der Euro holt etwas auf

- Der Euro konnte zuletzt wieder etwas Boden gutmachen. Seit Mitte Februar wertete der Euro moderat gegenüber dem starken Dollar auf und erreichte jüngst einen Kurs von 1,09 US-Dollar je Euro – nahe an dem Wert von 1,10, den wir für die Jahresmitte annehmen. 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.
- Nach der jüngsten geldpolitischen Sitzung am 7. März hat EZB-Präsidentin Christine Lagarde sehr deutlich signalisiert, dass die Bank mit einer möglichen Zinssenkung bis Juni warten will.

Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 03/2019 – 03/2024

Zentralbanken und Konjunktur im Fokus

- Die EZB, die US-Fed und die Bank of England dürften später im zweiten Quartal zeitlich dicht beieinander jeweils ihre Zinswenden einleiten werden. Die genaue Reihenfolge der ersten Zinssenkung könnte zwar kurzfristig für Volatilität an den Währungsmärkten sorgen. Langfristig sollte sie aber unerheblich sein.
- Mittelfristig dürften die Zentralbankzinsen in den USA knapp einen Prozentpunkt über jenen in der Eurozone liegen. Aufgrund des höheren Ausgangsniveaus rechnen wir dennoch damit, dass die Fed in den kommenden zwölf Monaten die Zinsen stärker senken wird als die EZB – nämlich um 150 Basispunkte ggü. 100.

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 03/2019 – 03/2024

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

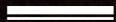
	26.03.2024	31.12.2024		30.06.2025	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,08	1,12	1,10	1,13	1,09
EUR/GBP	0,86	0,85	0,87	0,85	0,85
EUR/CHF	0,98	0,96	0,98	0,96	0,96
EUR/JPY	164	157	156	156	160
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-3,3	-1,5	-4,2	-0,6
GBP	-	0,9	-1,4	0,9	0,9
CHF	-	2,0	-0,1	2,0	2,0
JPY	-	4,6	5,2	5,2	2,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.03.2024

*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