



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Juli | 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 27.06.2024



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Seitwärts über den Sommer	4
02	Volkswirtschaft Wachstum und Zinsen normalisieren sich	9
03	Aktien Antizyklisches Handeln präferiert	14
04	Anleihen Fokus bleibt auf risikoreicheren Anleihesegmenten	20
05	Rohstoffe Nicht nur Gold glänzt	25
06	Währungen Beginn der Zinswende belastet den Euro kaum	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



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 (28.05.24 - 25.06.24)	■ YTD (29.12.23 - 25.06.24)	25.06.23	25.06.22	25.06.21	25.06.20	25.06.19
REITs	-2,0	3,7	7,5	-17,3	3,0	22,0	-11,2
Aktien Industrienationen	3,3	15,8	25,3	9,2	-0,5	31,6	4,4
Brent	2,9	19,9	30,3	-21,7	96,1	69,2	-36,3
Aktien Emerging Markets	1,6	10,9	14,2	-2,2	-15,0	31,8	-0,4
Aktien Frontier Markets	1,4	10,1	15,8	-5,9	-5,8	28,1	-9,3
USD/EUR-Wechselkurs	1,3	3,0	1,7	-3,1	13,1	-6,0	1,3
Globale Wandelanleihen	0,9	2,8	6,0	0,9	-14,1	37,1	15,9
EUR Unternehmensanleihen	0,6	0,6	6,3	0,1	-12,5	3,2	-0,4
EUR Staatsanleihen	-0,6	0,5	3,3	-2,8	-7,8	0,0	0,9
Euro-Übernachteinlage	0,3	2,0	4,0	1,5	-0,6	-0,5	-0,4
Gold	-0,4	15,8	22,8	1,9	16,0	-5,1	25,6
Industriemetalle	-8,6	11,5	12,3	-8,4	15,6	42,3	-7,4

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

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- Der zögerliche Aufschwung in der Eurozone wird in erster Linie vom Dienstleistungssektor getragen.
- In Großbritannien sinkt die Inflation und steigt die Zuversicht.
- Die US-Wirtschaft kühlt sich langsam ab, ein Einbruch ist aber nicht zu verzeichnen.

Aktien



- Aktienmärkte dürften bis zu den US-Wahlen volatil seitwärts tendieren. Folglich dürfte ein antizyklisches Handeln Sinn machen.
- Bewertungstechnisch hat Europa Platz nach oben, vor allem wenn sich der Konjunkturaufschwung fortsetzt.
- Megatrend-Gewinner, europäischen Small Caps und Rohstoff-Aktien im Fokus. Defensive Aktien als taktische Beimischung.

Anleihen



- Bei sicheren Staatsanleihen profitieren Anleger von der gestiegenen Verzinsung, Kursgewinne sind nicht zu erwarten.
- Bei europäischen Unternehmensanleihen sind Hochzinspapiere wieder zurück.
- Verbesserte Wirtschaftsaussichten und Renditeprämien machen Lokalwährungspapiere in Schwellenländern attraktiv.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Gold trotz starkem Momentum mit strukturellem Potenzial.
- Öl über den Sommer mit Rückenwind.
- Industriemetalle nach Konsolidierung langfristig attraktiv.

Währungen



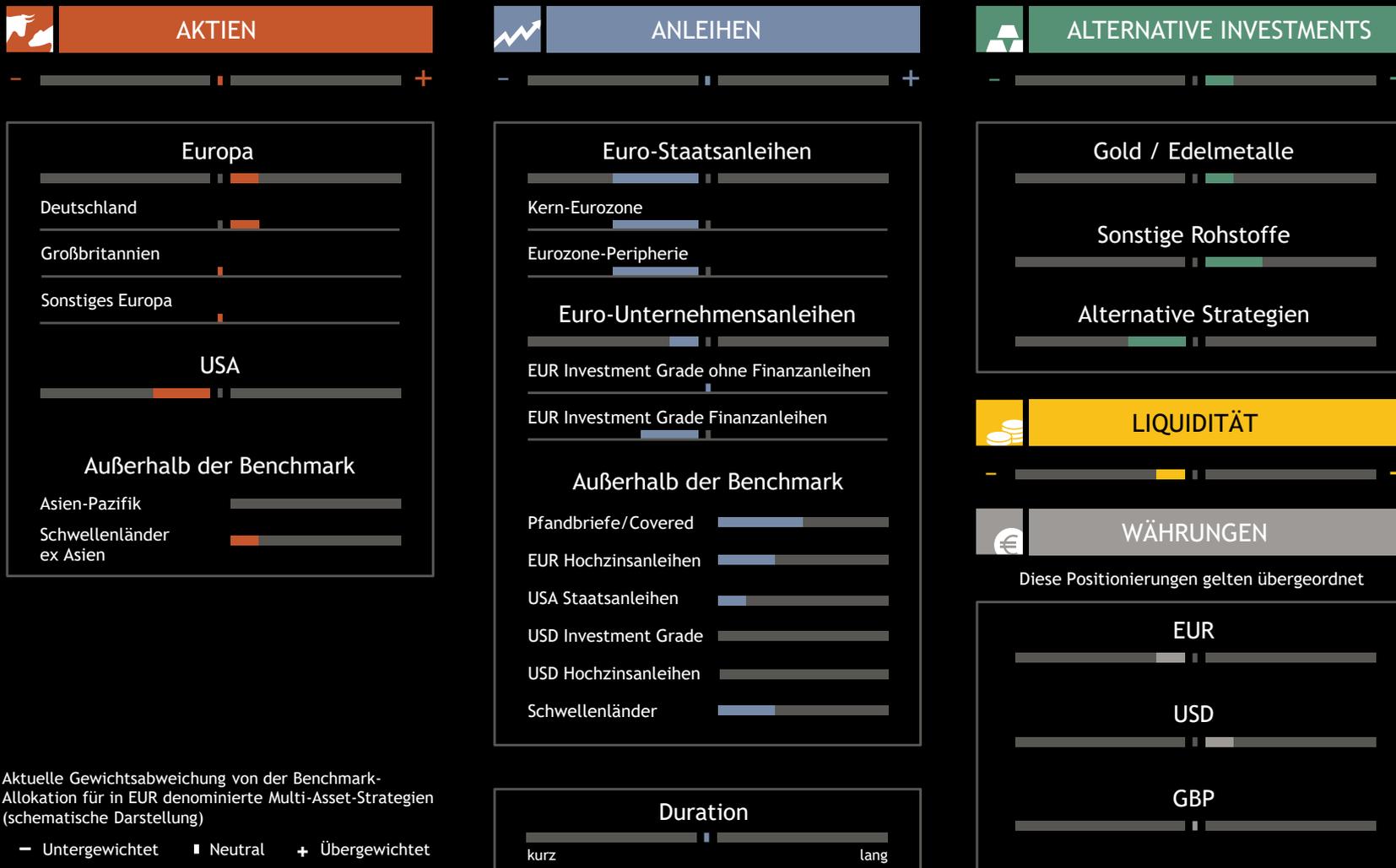
- Beginn der Zinswende in der Eurozone hat die Gemeinschaftswährung kaum belastet.
- Währungseffekte der sinkenden Zinsen wird durch wirtschaftliche Erholung ausgeglichen.
- Schweizer Nationalbank wird einen zu starken Franken verhindern.



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



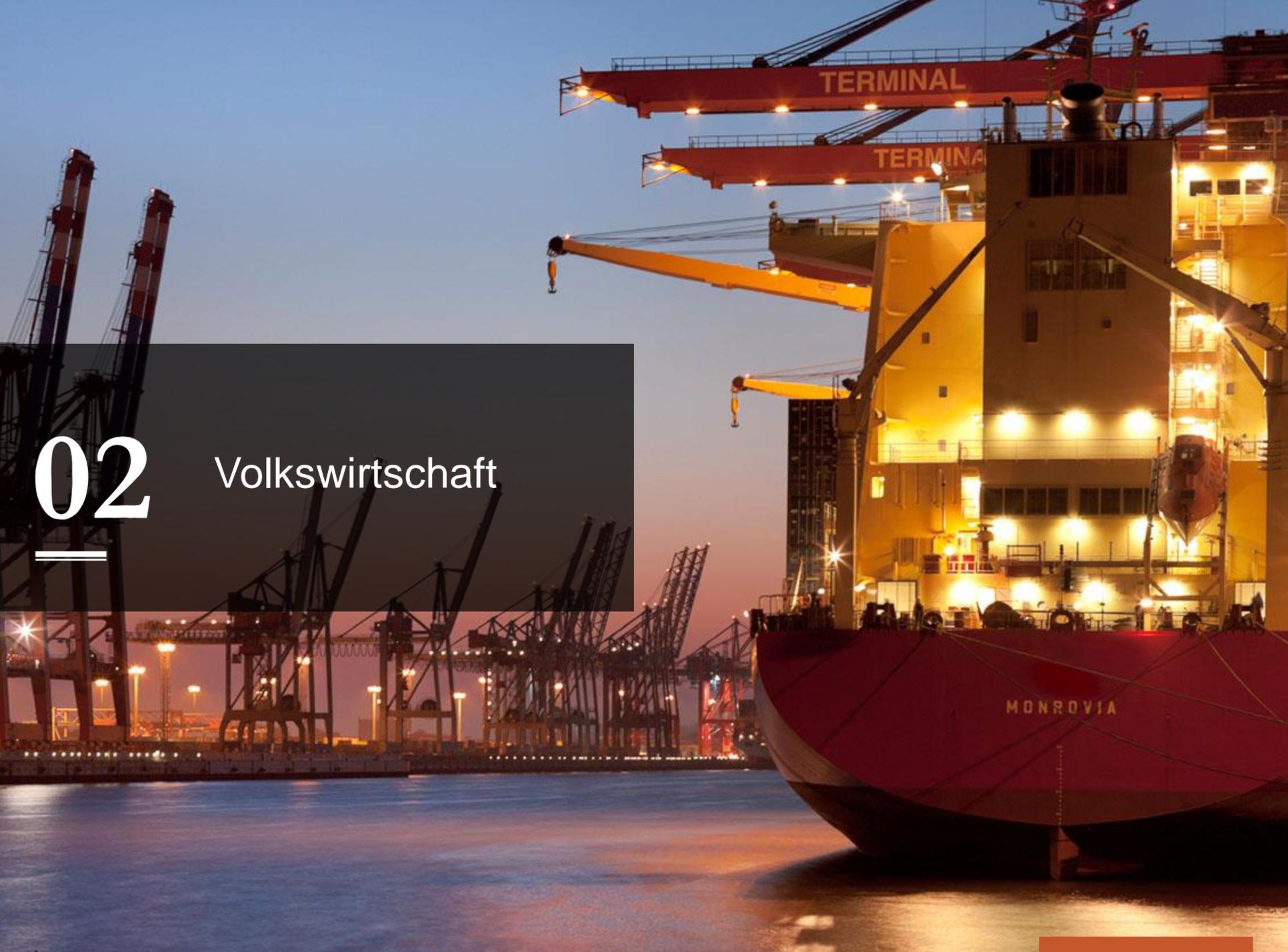
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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: 24.06.2019 – 24.06.2024
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir verfolgen eine moderat konstruktive Portfoliopositionierung mit Schwerpunkten in Rohstoffen, Unternehmensanleihen und Nebenwerten bei einer Aktienquote nahe Neutral. Eine offensivere Positionierung erscheint uns angesichts der optimistischen Anlegerstimmung und -positionierung, der ambitionierten Bewertung insbesondere von US-Aktien und der weiterhin hohen Risiken (Inflation, US-Konjunktur, Wahlen, Geopolitik) nicht angebracht.
- Dass die Aktienmärkte weiter stark steigen, halten wir für unwahrscheinlich. Viele Anleger dürften nach der starken Performance im bisherigen Jahresverlauf angesichts der politischen Risiken im Vorfeld der US-Wahlen einen Gang zurückschalten, zumal die Liquidität über den Sommer abnehmen wird. Wir warten daher geduldig auf gute Gelegenheiten. Zuletzt haben wir beispielsweise europäische zulasten von US-Aktien gekauft, nachdem diese aufgrund der Neuwahlen in Frankreich massiv underperfornt hatten.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

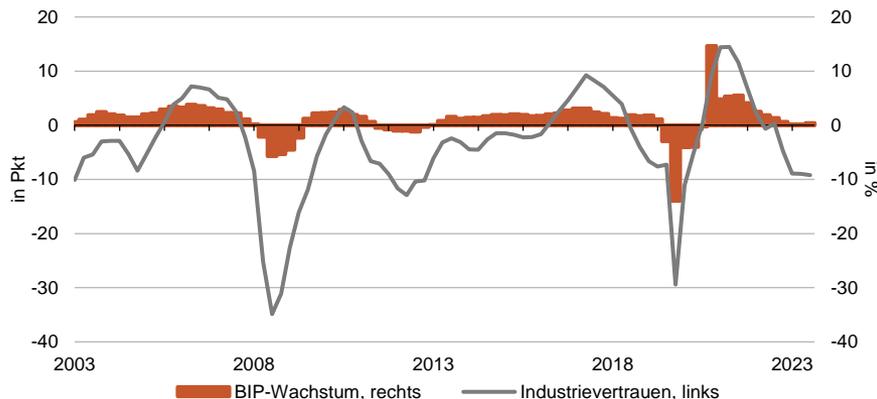


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Zögerlicher Aufschwung

- Die Wirtschaft der Eurozone kommt nach der Beinahe-Stagnation im Jahr 2023 langsam wieder in Schwung. Der BIP-Zuwachs im ersten Quartal überraschte mit 0,3 % im Vorquartalsvergleich positiv. Auch wenn die jüngsten Einkaufsmanagerumfragen zuletzt enttäuschten, dürften steigende Reallöhne und langsam sinkende Zinsen insgesamt dazu beitragen, dass sich der Aufschwung im Sommer festigt.
- Auf der Nachfrageseite nimmt die Kaufkraft der Verbraucher dank steigender Löhne bei gleichzeitig rückläufiger Inflation wieder zu. Eine leicht expansive Fiskalpolitik in Südeuropa wirkt zusätzlich stützend, so dass wir optimistisch auf das zweite Halbjahr schauen.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



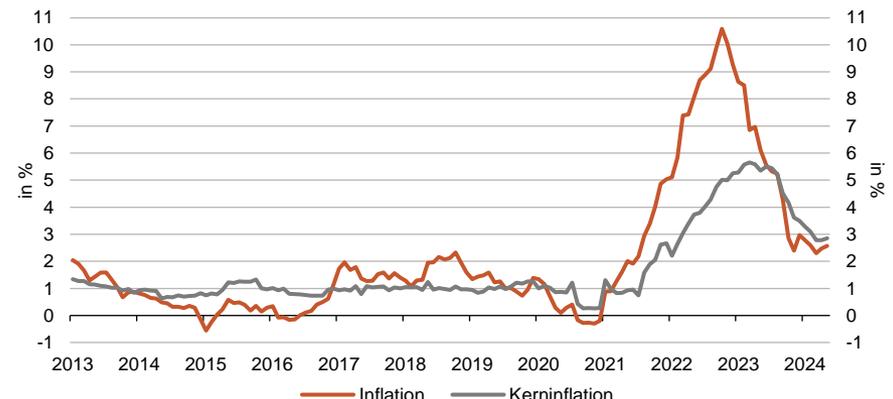
Quelle: Haver

Zeitraum: 09/2003 – 03/2024

Zinswende der EZB hat begonnen

- Die EZB senkte am 6. Juni die Leitzinsen wie erwartet um 25 Bp. Konkrete Hinweise auf das weitere Vorgehen in den kommenden Monaten gab Präsidentin Lagarde in der anschließenden Pressekonferenz aber nicht.
- Unserer Meinung nach bräuchte es eine große Überraschung bei BIP und Inflation, damit die nächste Zinssenkung bereits im Juli erfolgt. Wir rechnen mit einer weiteren Zinssenkung um 25 Basispunkte im September, bevor ein leichter Inflationsanstieg zum Jahresende die EZB von weiteren Absenkungen zunächst abhalten wird. Für das kommende Jahr rechnen wir mit zwei weiteren Zinssenkungen, so dass der Einlagensatz im Sommer 2025 dann bei 3,0 % liegt.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2013 – 05/2024

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

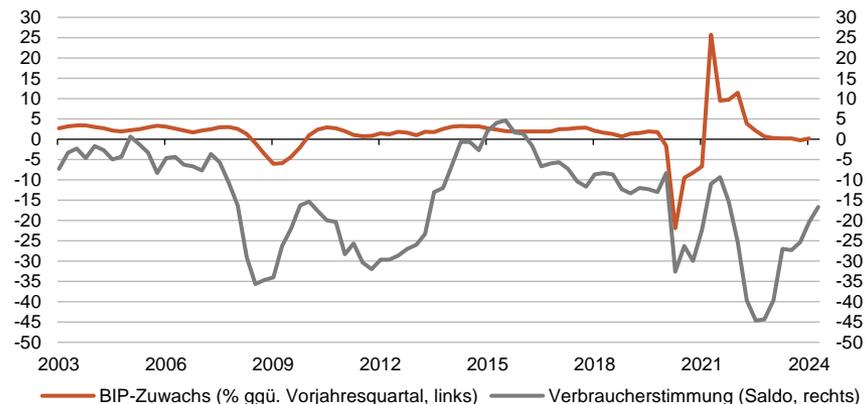
Wirtschaft kommt langsam in Schwung

- Nach einer Mini-Rezession zum Jahresende ist die britische Wirtschaft in den ersten drei Monaten des Jahres mit 0,6 % gegenüber dem Vorquartal stärker gewachsen als erwartet. Im April stagnierte die Wirtschaftsleistung im Vergleich zum März, was aber zum Teil auch auf das schlechte Wetter zurückzuführen war.
- Nach Jahren der selbstverschuldeten Brexit-Turbulenzen erwarten wir, dass die britische Wirtschaft in den kommenden Quartalen zumindest mit dem Tempo ihres größten Handelspartners, der Eurozone, expandieren wird. Für das Gesamtjahr rechnen wir mit einem BIP-Anstieg von 0,8 %.

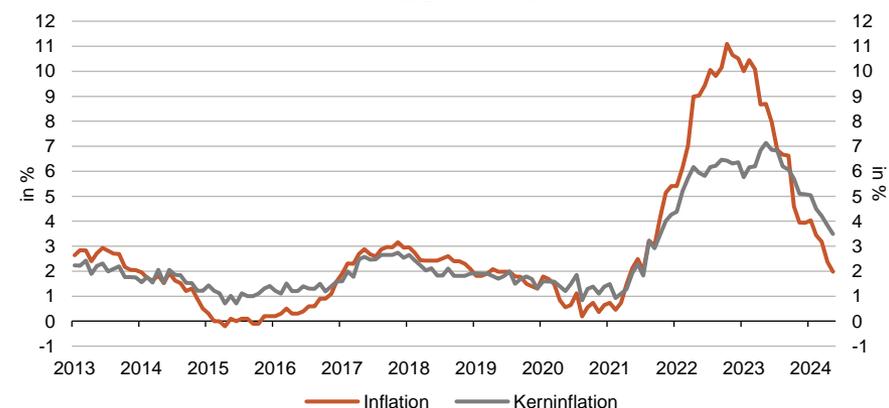
Inflation fällt auf Zielmarke, Kernrate aber noch zu hoch

- Die Inflation ist im Mai auf die Zielmarke von 2 % gesunken, aber insbesondere der Lohndruck im Dienstleistungssektor hält die Kerninflation mit 3,5 % auf einem für die BoE noch immer noch zu hohen Niveau.
- In der Juni-Sitzung beließ die Zentralbank den Leitzins daher bei 5,25 %. Wir gehen davon aus, dass die Kerninflation in den kommenden Monaten noch etwas nachgeben wird und die BoE auf ihrer nächsten Sitzung im August, also nach den Wahlen, den Leitzins um 25 Bp. senken wird. Danach erwarten wir sechs weitere Zinsschritte um jeweils 25 Bp., so dass der Leitzins Mitte 2025 bei 3,5 % liegen wird.

Großbritannien BIP-Wachstum und Verbraucherstimmung



Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

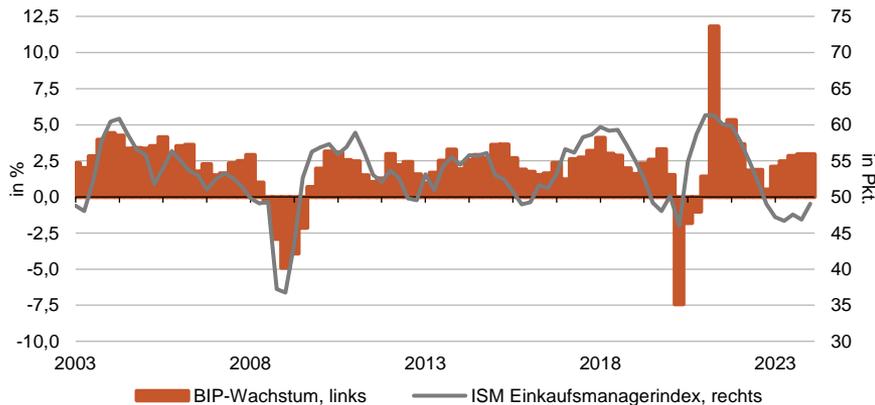


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

US-Konjunktur kühlt sich langsam etwas ab

- Aufgrund der starken Schwankungen der volatilen Komponenten Nettoexporte und Lagerbestände hat sich die BIP-Expansion im ersten Quartal deutlich auf 0,4 % im Vorquartalsvergleich verlangsamt. Der solide Anstieg der inländischen Endnachfrage zeigt jedoch, dass die Grunddynamik der US-Wirtschaft zu Jahresbeginn noch sehr robust war.
- Dass die Konjunktur trotz der restriktiven Geldpolitik der Fed nur langsam an Schwung verliert, liegt vor allem an der expansiven Fiskalpolitik. Zum einen gibt der Staat weiterhin viel Geld direkt aus, zum anderen fördert er grüne (und einige andere) Investitionen durch steuerliche Anreize.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



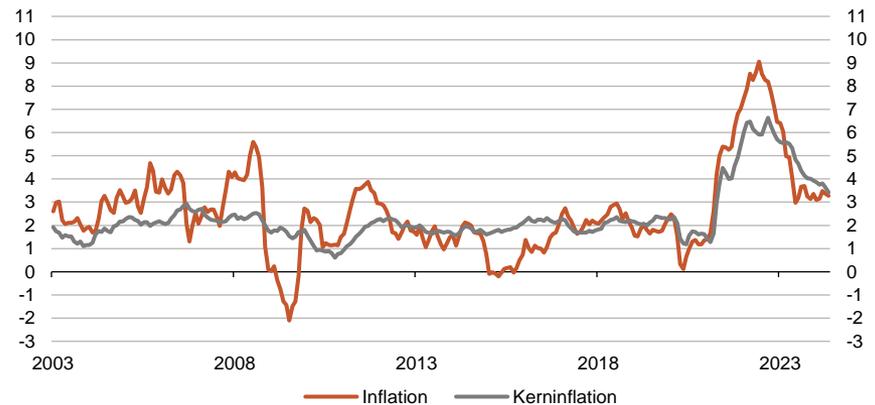
Quelle: Haver

Zeitraum: 03/2003 – 03/2024

Fed zeigt sich besorgt über die hartnäckige Inflation

- Da sich die Konjunktur bisher nur langsam abkühlt und die Inflationsrate zuletzt knapp oberhalb von 3 % seitwärts tendierte, hat die US-Notenbank derzeit keinen Grund, die Zinsen zu senken. In der Juni-Sitzung bestätigte die Fed ihre Wachstumserwartungen und korrigierte ihre Inflationsprognosen nach oben. Die Währungshüter gehen im Mittel nur noch von einer Zinssenkung um 25 Bp. für dieses Jahr aus.
- Auch wir rechnen weiterhin erst im Dezember – und damit nach den Wahlen – mit der ersten Zinssenkung. Bis zum Herbst 2025 erwarten wir insgesamt vier Zinsschritten à 25 Bp., so dass die Leitzinsspanne dann bei 4,25 % bis 4,50 % notieren wird.

USA Inflation (in %, ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2003 – 05/2024

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.06.2024

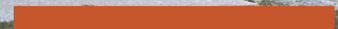
* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

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



03

Aktien



Marktentwicklung

Antizyklisches Handeln präferiert

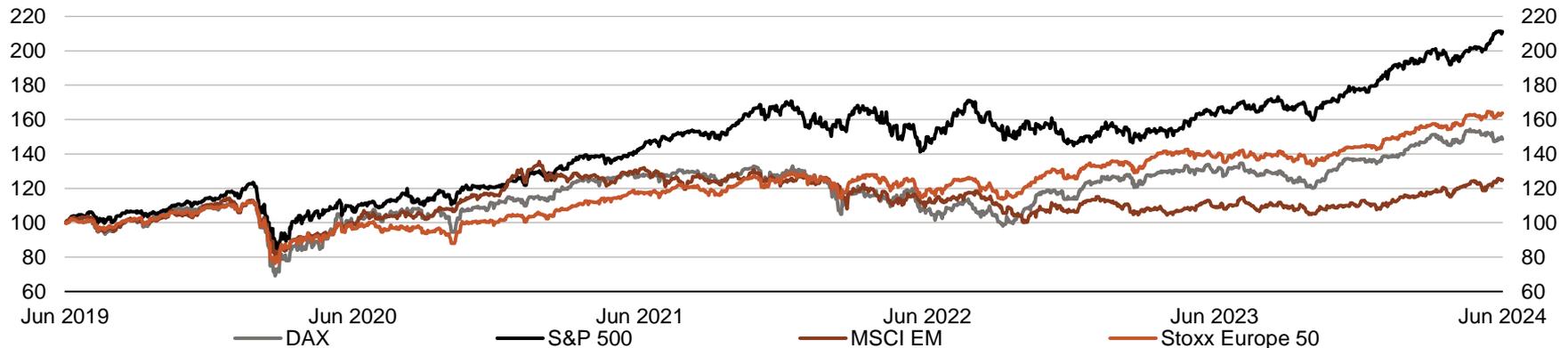


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Aktienmärkte dürften bis zu den US-Wahlen volatil seitwärts tendieren

- Im April belasteten der Liquiditätsentzug durch die US-Steuersaison sowie steigende Zinsen die Märkte. Im Mai überwogen dann die Goldlückchen-Hoffnungen sowie eine positive Berichtssaison. Im Juni litten Eurozonen-Aktien unter der Ankündigung von Neuwahlen in Frankreich. Am positivsten entwickelten sich asiatische Schwellenländer, US Large Caps und britische Aktien in Q2. Dabei halfen robuste Konjunkturdaten und positive Gewinnrevisionen. Die größten Verlierer waren lateinamerikanische Aktien, die unter politischen Störfeuern und Währungsabwertungen litten.
- Für die US-Aktienmärkte auf Indexebene sehen wir bis zu den US-Wahlen im November kaum Aufwärtspotenzial, was für ein antizyklisches Agieren über die Sommermonate spricht. Sollten die Märkte weiter steigen, können wir uns gut vorstellen, Aktiengewinne mitzunehmen. Sollten die Märkte konsolidieren, wäre dies eher eine Chance für Aufstockungen. Dass die Märkte weiter stark steigen, halten wir für unwahrscheinlich. Die hohe Positionierung und die positive Anlegerstimmung dürften das Aufwärtspotenzial begrenzen. Hinzu kommt, dass viele Anleger nach der starken Performance im Jahresverlauf angesichts der politischen Risiken im Vorfeld der US-Wahlen einen Gang zurückschalten dürften, zumal die Liquidität über den Sommer abnehmen wird. Wir warten daher geduldig auf gute Gelegenheiten. Zuletzt haben wir z.B. europäische zugunsten von US-Aktien gekauft, nachdem diese aufgrund der Neuwahlen in Frankreich massiv underperfornt hatten.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 25.06.2019 – 25.06.2024

Unternehmensgewinne

Erfreuliche Q1-Berichtssaison

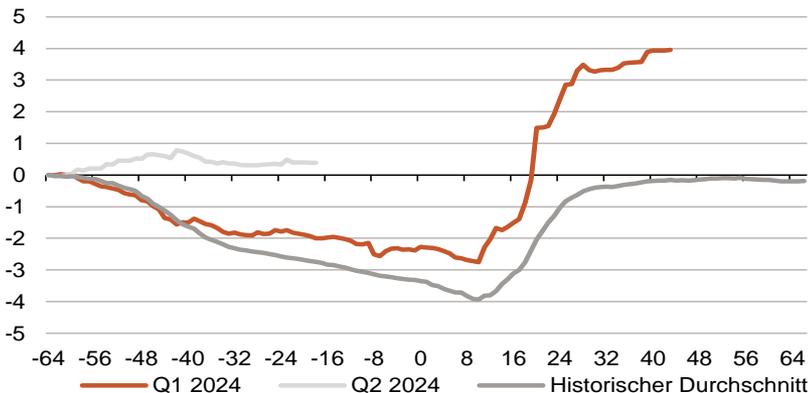


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Positive Gewinnrevisionen

- Die Q1-Berichtssaison verlief sehr erfreulich. Nicht nur die Gewinnerwartungen der Analysten wurden im Aggregat übertroffen, viele Unternehmen gaben auch einen positiven Ausblick auf das weitere Geschäftsjahr. In der Folge kam es zu breiten, positiven Gewinnrevisionen. Der Konsens erwartet nun für dieses Jahr ein Gewinnwachstum von 11,5 % für US-Aktien und von 6,6 % für europäische Aktien.
- Angesichts der bereits rekordhohen Gewinnmargen und der jüngsten negativen US-Konjunkturüberraschungen dürften die Abwärtsrisiken insbesondere bei den Schätzungen für US-Aktien überwiegen. Dies gilt umso mehr, als die Preissetzungsmacht vieler Unternehmen mit dem Rückgang der Inflation nachlassen dürfte.

Erwartungen an die Q2-Berichtssaison sind hoch



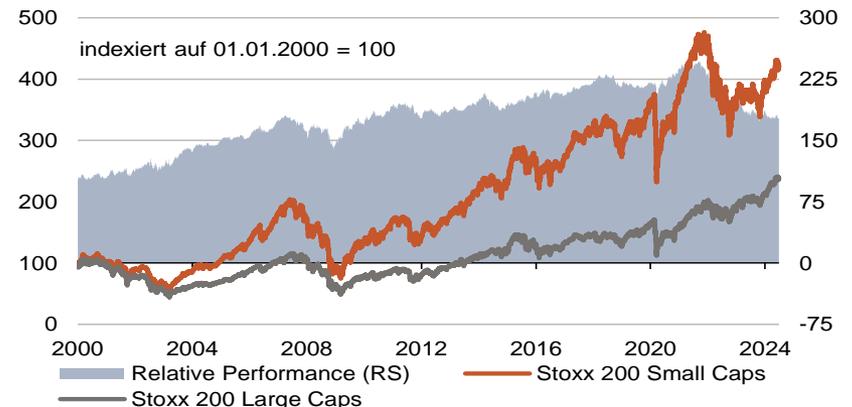
Quelle: UBS, eigene Berechnungen;
historischer Durchschnitt = Q1 2011 bis Q4 2019

Stand: 14.06.2024

Chancen unter der Oberfläche

- Wir sehen weiterhin Chancen, vor allem unter der Oberfläche. Neben den Megatrend-Gewinnern aus dem Technologiesektor bevorzugen wir europäische Small Caps, die nicht nur günstig bewertet sind, sondern auch von einer zunehmenden M&A-Aktivität und einem besseren Flow-Momentum profitieren dürften.
- Da wir im Sommer mit einer höheren Volatilität rechnen und die EZB zum ersten Mal die Zinsen gesenkt hat, halten wir defensivere Sektoren wie Basiskonsumgüter für taktisch attraktiv. Schließlich mögen wir weiterhin die Rohstoffsektoren, die durch die Energiewende und jahrelange Unterinvestition strukturell unterstützt bleiben, zumal die Anlegerpositionierung in diesen Sektoren nicht hoch ist.

Nebenwerte mit klarer Outperformance seit 2000



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2000-25.06.2024

Performance und Bewertung

Vorteil Europa? Fundamental ja, aber mit politischen Risiken



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

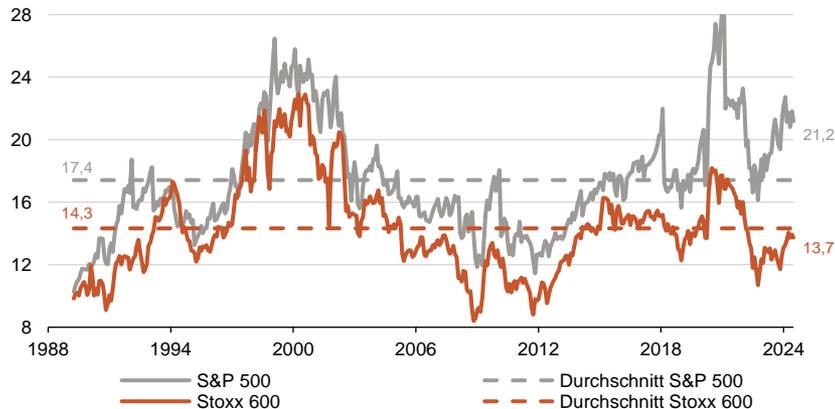
Bewertungsausweitung vor allem in Europa möglich

- Nach der starken Bewertungsexpansion seit November stiegen die Bewertungen auf Indexebene im zweiten Quartal nicht weiter an. Die Aktienindizes stiegen im Einklang mit den höheren Gewinnschätzungen. US-Aktien bleiben mit einem Forward-KGV von 21,2 im Vergleich zur eigenen Historie teuer. Für Europa wird dagegen mehr Negatives eingepreist. Der Euro Stoxx 50 notiert mit einem KGV von 13,7 sogar unter seinem historischen Durchschnitt.
- Fundamental spricht einiges für Europa: die attraktivere Bewertung, die frühere Zinssenkung, das anziehende Wirtschaftswachstum, die geringe Positionierung und die positiven Mittelzuflüsse. Die französischen Neuwahlen und die US-Wahlen bleiben aber große Risiken.

Nur moderate Bewertungskonvergenz wahrscheinlich

- Neben den unterschiedlichen (geo-)politischen Risiken gibt es unseres Erachtens drei Gründe für diese Bewertungsdifferenz. Erstens ist die Branchenstruktur in den USA wachstumslastiger im Vergleich zu Europa mit seinem hohen Anteil an Unternehmen aus alten, reifen Industrien.
- Zweitens finden sich in den USA die weltweit innovativsten Unternehmen (z.B. die sog. Mag 7), für die viele Investoren auch bereit sind, eine Prämie zu zahlen.
- Drittens gibt es in den USA die größte Unterstützung durch nicht-fundamentale Anleger bzw. Flows (Stichwort Meme-Aktien, ETF-Sparpläne, systematische Strategien). Folglich dürfte es unserer Meinung nach nur zu einer moderaten Bewertungskonvergenz kommen.

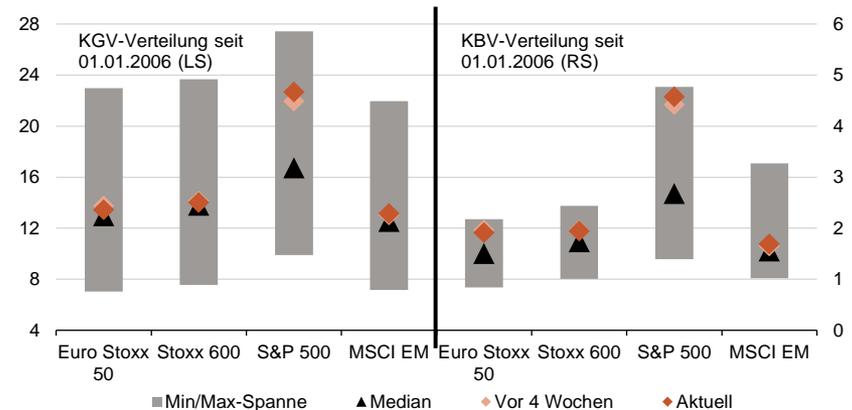
Bewertungen tendierten über das zweite Quartal seitwärts



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1988 - 25.06.2024

US-Aktien historisch teuer bewertet



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

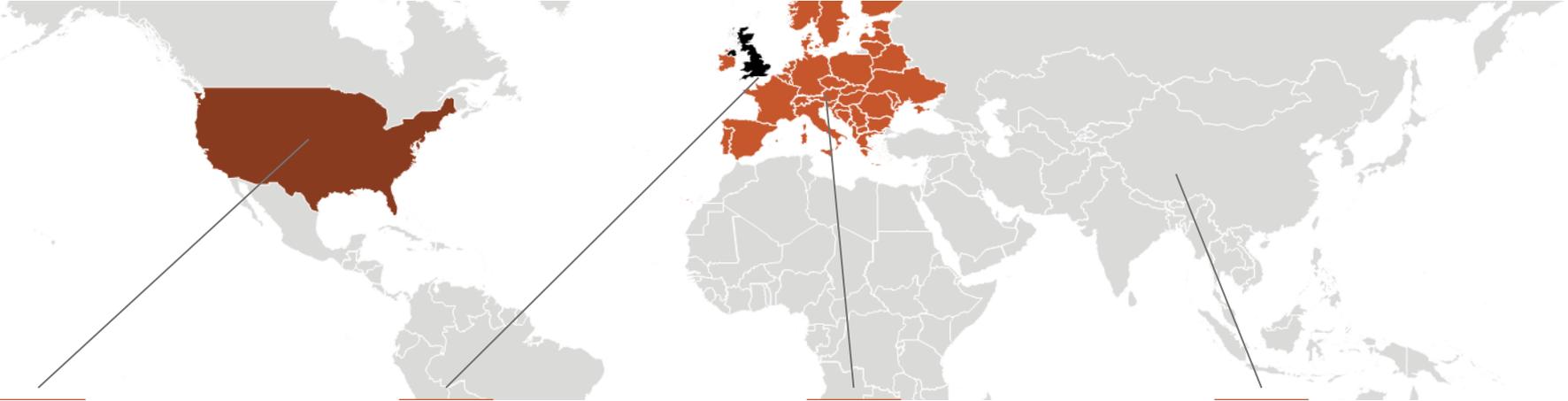
Zeitraum: 01.01.2006 - 25.06.2024

Aktien Allokation

Übergewicht in EM und Europa ex. UK



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

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.
- Nach der starken US-Aktienoutperformance im Zuge der Frankreichwahlen haben wir US-Aktien zugunsten Europas reduziert.

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 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. Wir sehen Chancen insbesondere in europäischen Nebenwerten.

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	26.06.2024	31.12.2024	30.06.2025	in 12 Monaten
S&P 500	5.478	5.500	5.700	6.492
DAX	18.155	19.500	20.500	21.521
Euro Stoxx 50	4.916	5.200	5.400	5.646
MSCI Großbritannien	2.352	2.450	2.580	2.681
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	0,4	4,1	18,5
DAX	-	7,4	12,9	18,5
Euro Stoxx 50	-	5,8	9,8	14,8
MSCI Großbritannien	-	4,2	9,7	14,0

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.06.2024

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

Keine Kursimpulse zu erwarten



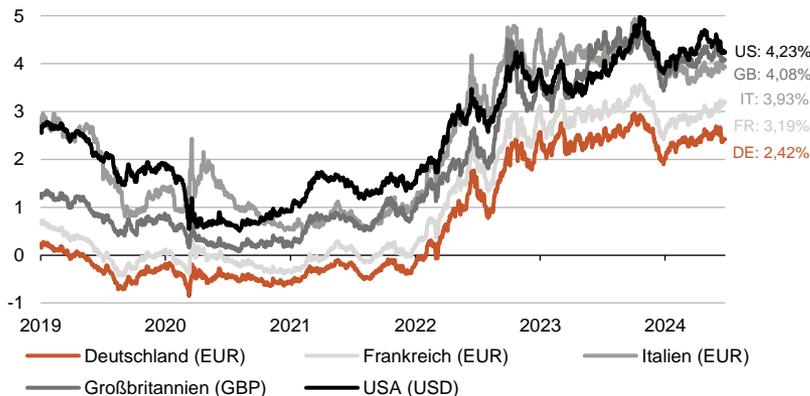
Anleger profitieren von der gestiegenen Verzinsung

- Nach einem deutlichen Anstieg im ersten Quartal dieses Jahres stabilisierten sich die Renditen sicherer Staatsanleihen im zweiten Quartal auf beiden Seiten des Atlantiks. In Deutschland und im Euroraum sorgte der zuletzt nachlassende Disinflationstrend für Gegenwind, aber auch in den USA blieb der Preisdruck hoch.
- Die in der Q1-Ausgabe von „Horizonte“ ausgedrückte Zuversicht für dieses Anleihesegment bleibt bestehen. Wir erwarten für die kommenden zwölf Monate positive Wertentwicklungen in den drei von uns betrachteten Währungsräumen.

UK Gilts in Lokalwährung mit größtem Potenzial

- Sinkende Leitzinsen seitens der großen Notenbanken wirken dabei grundsätzlich unterstützend, wobei die Europäische Zentralbank (EZB) mit einem Schritt um -25 Basispunkte im Juni bereits den Anfang gemacht hat. Die US Fed wird ihren Zinssenkungszyklus dagegen voraussichtlich erst im Dezember einläuten.
- Trotz sinkender Zentralbankzinsen erwarten wir in unserem Basisszenario keinen Rückgang von Renditen längerer Laufzeit, sodass Anleger bestenfalls die laufende Verzinsung vereinnahmen können sollten. Wer dabei vom laufenden Renditevorteil britischer oder US-amerikanischer Staatsanleihen profitieren möchte, muss aus hiesiger Perspektive das Wechselkursrisiko im Auge behalten.

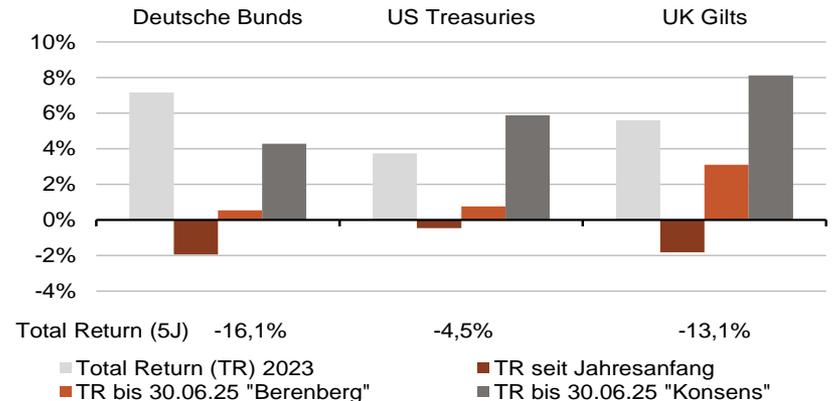
10-jährige Renditen (%) seit Jahresbeginn angestiegen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2019 – 24.06.2024

Vergangene/erwartete Wertentwicklung 10J-Staatsanleihen



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

Zeitraum: 18.06.2019 – 18.06.2024

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen favorisiert

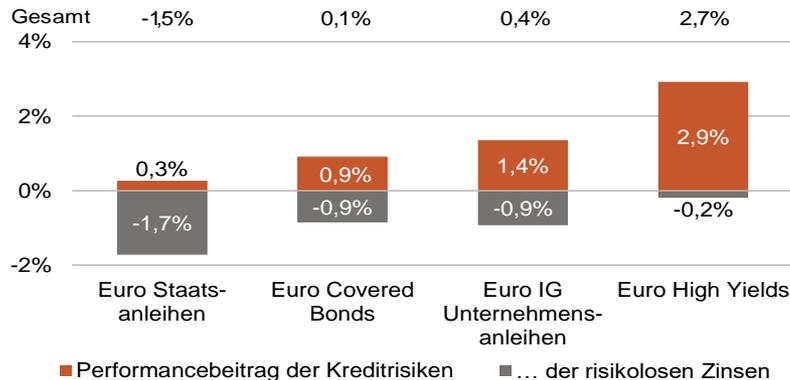


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Europäische Hochzinsanleihen weiter attraktiv

- Unternehmensanleihen gehörten zu den Profiteuren der sich aufhellenden Konjunkturaussichten. Zusätzlichen Rückenwind erhielt das Segment durch positive Kapitalflüsse und eine sehr robuste Entwicklung an den Neuemissionsmärkten. Insgesamt führte dies zu einem Rückgang der Risikoaufschläge auf breiter Front. Obwohl das Potenzial für einen weiteren Rückgang der Risikoprämien begrenzt erscheint, sind wir für Hochzinsanleihen bei einer aktuellen Verzinsung von über 6,7 % konstruktiv gestimmt. Die voranschreitende Konjunkturerholung bei gleichzeitig positiven technischen Faktoren sollte weitere Unterstützung bieten.

Performance seit Jahresstart: Je riskanter, desto besser



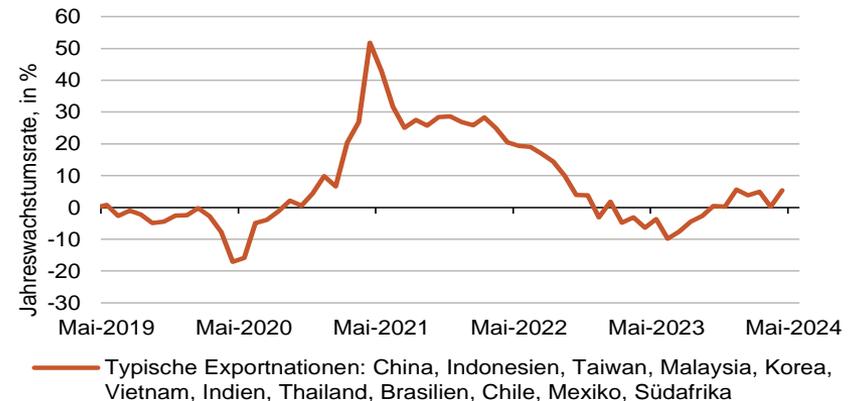
Quelle: ICE, eigene Berechnungen
High Yield = Hochzinsanleihen, IG = Investment Grade
22

Zeitraum: 31.12.2023 – 17.06.2024

EM: deutliche Chancen in Lokalwährungsanleihen

- Dank der leichten Erholung der Weltwirtschaft haben sich die Exportaussichten für Schwellenländer verbessert. Zudem hat sich die Lage in China stabilisiert – eine Erholung der Rohstoffpreise war die Folge. In diesem Umfeld ist insbesondere das Lokalwährungssegment sehr attraktiv. Zum einen haben viele Länder durch restriktive Geld- und Fiskalpolitik die Inflation erfolgreich bekämpft, was zu den höchsten Realzinsen seit einer Dekade führte. Zum anderen profitieren viele Länder von der Erholung der Rohstoffpreise, was den lokalen Währungen zusätzlichen Auftrieb verlieh. Vor dem Hintergrund der historischen Differenzen zu US-Staatsanleihen bietet das aktuelle Renditeniveau internationalen Investoren interessante Opportunitäten.

Schwellenländer: Exporte nehmen Fahrt auf



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 31.05.2019 – 31.05.2024

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 aufgrund hoher Realrenditen, der Erholung der Rohstoffpreise, positiver Konjunkturüberraschungen in Verbindung mit einem anhaltenden Disinflationstrend in den Schwellenländern und längerfristig höheren US-Zinsen weiterhin attraktiv.
- Bei Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern präferieren wir Staatsanleihen gegenüber IG-Unternehmensanleihen aufgrund höherer Rendite sowie längerer Duration.



Hochzinsanleihen Übergewichten

- Hochzinsanleihen-Segment bleibt weiterhin für viele Investoren aufgrund der positiven Konjunkturaussichten und des hohen Carrys attraktiv, auch wenn die Risikoaufschläge historisch niedrig sind.
- Sonderthemen wie Finanznachträge von bonitätsstarken Banken und Versicherern sowie Katastrophenanleihen erachten wir weiter als attraktiv.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte

	25.06.2024	31.12.2024		30.06.2025	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	5,25-5,50	5,00-5,25	5,05	4,50-4,75	4,40
10J US-Rendite	4,25	4,70	4,13	4,70	4,01
Eurozone					
Leitzins	4,25	3,65	3,35	3,15	2,84
10J Bund-Rendite	2,41	2,60	2,24	2,70	2,24
Großbritannien					
Leitzins	5,25	4,50	4,65	3,50	4,00
10J Gilts-Rendite	4,08	4,30	3,78	4,30	3,62

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.06.2024

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe



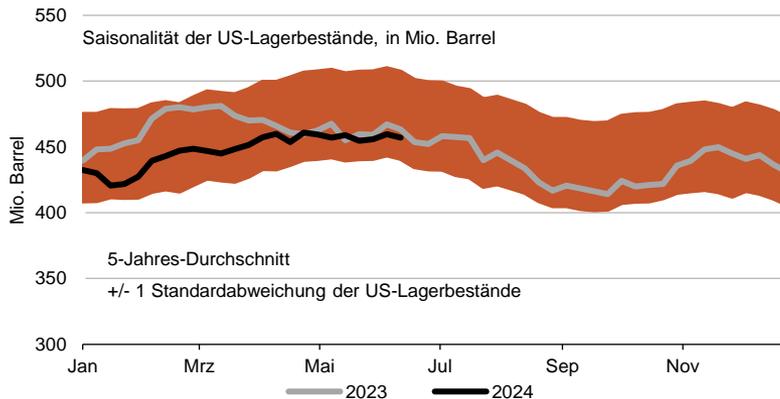
Rohöl

Öl über den Sommer mit Rückenwind

Mittelfristig dürfte es Öl schwerer haben

- Rohöl (Brent) fiel Anfang Juni temporär wieder unter die Marke von 80 USD. Trotz immer neuer Eskalationen im Israel-Krieg wurde die Risikoprämie stetig wieder ausgepreist. Zudem führte die laxe Einhaltung der Kürzungsvorgaben durch einige OPEC+- Mitglieder zu einem leichten Angebotsüberschuss und damit zu steigenden Lagerbeständen. Dies dürfte sich im Zuge der US-Driving Season über den Sommer – gestützt durch die starke Urlaubsstimmung (knapp 60 % der US-Konsumenten planen diesen Sommer mindestens eine Reise) – kurzfristig ändern.
- Mittelfristig dürfte es Öl jedoch schwerer haben. Denn auch wenn die OPEC+ ihre Kürzungen bis 2025 verlängert hat, geht aus dem Kleingedruckten hervor, dass diese Kürzungen rückläufig sind und die OPEC+- Mitglieder bereits ab Oktober mehr Barrel auf den Markt bringen und die Produktion im nächsten Jahr deutlich erhöhen wollen. Basierend auf dem von saudischen Beamten veröffentlichten Pfad würde die OPEC+-Produktion im Dezember um mehr als 500.000 Barrel pro Tag und bis Mitte 2025 um etwa 1,8 Millionen Barrel pro Tag höher liegen als heute. Hinzu kommt, dass die OPEC+ derzeit über enorme freie Kapazitäten verfügt. Die Ölpreise dürften daher in den meisten wirtschaftlichen und geopolitischen Szenarien gedeckelt bleiben, es sei denn, geopolitische Hindernisse hindern die OPEC daran, ihre Kapazitätsreserven zu nutzen.

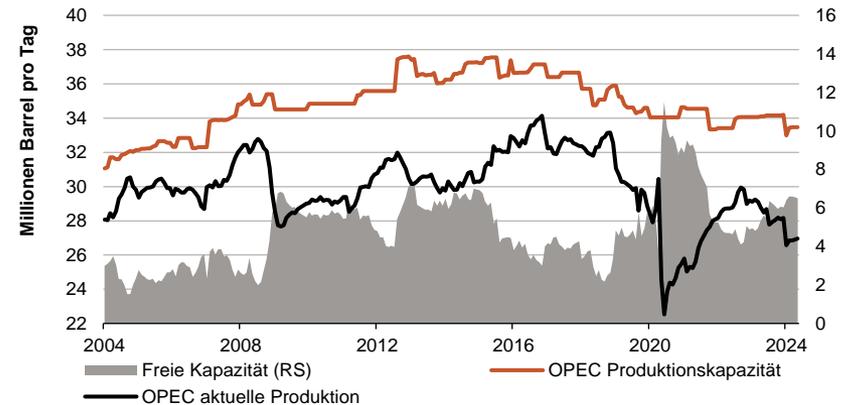
Positive Sommersaisonalität dürfte kurzfristig stützen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2019 – 14.06.2024

OPEC+ verfügt über hohe freie Kapazitäten



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2004 – 31.05.2024

Edel- und Industriemetalle

Nicht nur Gold glänzt

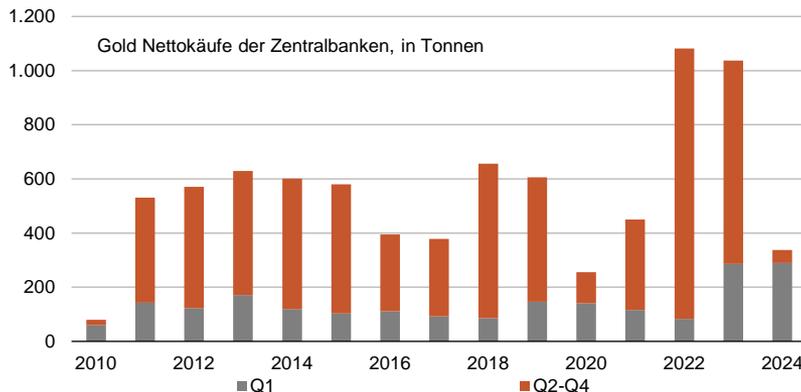


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold trotz starkem Momentum mit strukturellem Potenzial

- Der Goldpreis setzte im zweiten Quartal seinen Aufwärtstrend fort und erreichte neue Höchststände, obwohl traditionelle Faktoren wie die Realzinsen, der US-Dollar und die Zinserwartungen dem entgegen standen. Die Dynamik ging vor allem von den Schwellenländern aus, wo Zentralbanken ihre Goldreserven aufstockten und Privatanleger, insbesondere aus China, verstärkt in Gold investierten.
- Diese neuen Nachfragetreiber dürften aufgrund der gestiegenen geopolitischen Risiken struktureller Natur sein. Eine mögliche Wende in der westlichen Zinspolitik und steigende ETF-Bestände könnten ebenfalls für Aufwärtsimpulse sorgen, was Gold zusätzlich zu seinen Diversifikations- und Sachwertigenschaften mittelfristig attraktiv macht.

Zentralbanken tragen Goldkaufdynamik ins Jahr 2024



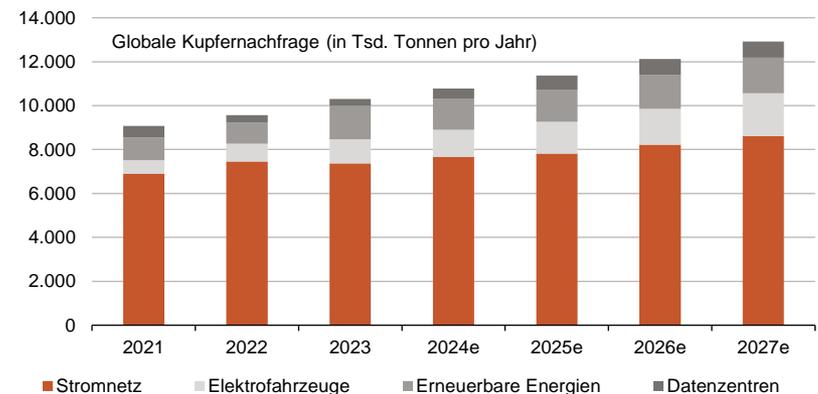
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2010–30.04.2024

Metalle nach Konsolidierung langfristig attraktiv

- Der LME-Industriemetallindex legte über das zweite Quartal mit knapp 8 % Performance kräftig zu. Die steigende Industrieaktivität im Westen und in China, Sanktionen gegen russische Metallexporte und Markttechnik trieben die Metalle in die Höhe.
- Kurzfristig dürfte sich die Konsolidierung nach der Stärke weiter fortsetzen, auch weil die Positionierung noch immer erhöht ist. Die Energiewende und Digitalisierung stützen langfristig.

Energiewende und Digitalisierung treiben Metallnachfrage



Quelle: Woodmac, Morgan Stanley Research

Zeitraum: 01.01.2021–31.12.2027,
e = jährliche Schätzungen



06

Währungen

Marktentwicklung

Geld & Währung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gegenläufige Kräfte beim Euro-Dollar-Kurs

- Dass die EZB die Zinswende bereits eingeleitet hat und die Fed voraussichtlich erst Ende des Jahres nachzieht, belastet den Euro. Allerdings ist ein Großteil dieser zukünftigen Entwicklung bereits an den Märkten eingepreist, so dass wir im weiteren Jahresverlauf nur mit einem begrenzten Abwertungsdruck auf den Euro durch ein zunehmendes Zinsdifferenzial rechnen.
- Stützend für den Euro könnte sich hingegen auswirken, dass sich die Konjunktur im Euroraum im Jahresverlauf etwas erholen dürfte, während in den USA mit einer leichten Abkühlung der Wirtschaft zu rechnen ist. Unter dem Strich rechnen wir daher mit einer Seitwärtsbewegung des Wechselkurses.

EUR/USD-Wechselkurs tendierte zuletzt seitwärts



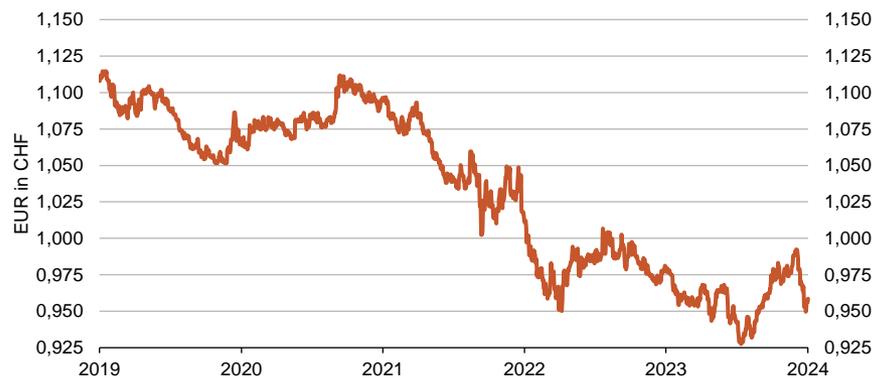
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 06/2019 – 06/2024

Schweizer Nationalbank hat den Franken im Blick

- Die durch die Neuwahlen in Frankreich ausgelöste Unsicherheit führte zuletzt zu einer Aufwertung des Schweizer Frankens. Die zweite Leitzinssenkung um 25 Bp. auf jetzt 1,25 % sorgte dann aber für eine Gegenbewegung. Die SNB wollte mit diesem Schritt einem zu starken Franken entgegenwirken und gleichzeitig verhindern, dass die Inflation zu sehr sinkt.
- In der Pressekonferenz deutete SNB-Präsident Jordan an, dass die SNB einem zu starken Franken auch aktiv am Devisenmarkt entgegenwirken wird. Viel Spielraum bleibt der Schweizer Währung also nicht. Wir rechnen daher mit einer Seitwärtsbewegung des Wechselkurses um 0,98 Franken pro Euro

EUR/CHF-Wechselkurs zuletzt volatil



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 06/2019 – 06/2024

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

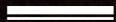
	25.06.2024	31.12.2024		30.06.2025	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,07	1,08	1,09	1,10	1,11
EUR/GBP	0,84	0,85	0,86	0,85	0,85
EUR/CHF	0,96	0,98	0,99	0,98	1,00
EUR/JPY	171	167	165	165	162
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-0,8	-1,7	-2,6	-3,5
GBP	-	-0,6	-1,8	-0,6	-0,6
CHF	-	-2,2	-3,2	-2,2	-4,1
JPY	-	2,5	4,0	3,7	5,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.06.2024

*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. Felix Schmidt

Leitender Volkswirt

Kontakt

www.berenberg.de

MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de