



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

August | 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 31.07.2024



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Gewinne mitgenommen	4
02	Volkswirtschaft Aufschwung in Europa gewinnt etwas an Fahrt, US-Wirtschaft weiterhin robust	9
03	Aktien Aktienmärkte im Juli mit starker Markttotation	14
04	Anleihen Zinssenkungen im September auf beiden Seiten des Atlantiks eingepreist	20
05	Rohstoffe Industriemetalle mit interessanten Einstiegskursen	25
06	Währungen Gemeinsamer Abstieg vom Zinsgipfel	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 (01.07.24 - 29.07.24)	■ YTD (29.12.23 - 29.07.24)	29.07.23	29.07.22	29.07.21	29.07.20	29.07.19
			29.07.24	29.07.23	29.07.22	29.07.21	29.07.20
REITs	5,6	3,3	8,3	-20,6	8,9	24,5	-11,9
EUR Unternehmensanleihen	1,6	1,9	6,9	-3,5	-9,8	3,2	-0,4
EUR Staatsanleihen	1,6	0,4	4,4	-5,5	-6,2	0,7	0,6
Gold	1,5	17,9	23,9	2,9	12,4	-8,0	30,6
Globale Wandelanleihen	0,7	3,5	3,8	-2,5	-8,0	31,6	13,6
Aktien Frontier Markets	0,6	10,1	9,5	-5,2	-2,0	37,9	-18,9
Euro-Übernachteinlage	0,3	2,3	4,0	1,9	-0,6	-0,6	-0,4
Aktien Industrienationen	-0,6	14,8	19,3	4,7	5,2	33,9	0,9
USD/EUR-Wechselkurs	-0,8	2,0	1,8	-7,2	16,3	-0,8	-5,5
Aktien Emerging Markets	-1,4	9,4	7,9	-0,2	-8,1	20,3	0,7
Brent	-8,1	13,1	8,3	-13,3	98,6	67,7	-35,9
Industriemetalle	-9,7	1,5	0,0	-9,7	13,7	43,2	-6,7

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

Volkswirtschaft



- Konjunktur überrascht in Europa in Q2 positiv, weiterhin robustes Wachstum in den USA.
- Aufschwung in Großbritannien geht weiter.
- US-Wirtschaft wächst im zweiten Quartal stärker als erwartet.

Aktien



- Aktienmärkte mit starker Rotation im Juli weg von Megacaps, Tech, Wachstum und Momentum, hin zu Value und Small Caps.
- Q2-Berichtssaison in vollem Gange. Sinkendes Preismomentum der Mega-Caps belastet Bewertungen.
- Hohe Anlegerpositionierung, schwächere Konjunkturdaten und US-Wahlen sprechen gegen offensive Positionierung.

Anleihen



- Nach der Zinspause der EZB im Juli erwarten die Märkte Zinssenkungen der EZB und der Fed im September.
- IG-Unternehmensanleihen bieten gegenüber dem Hochzins-Segment historisch attraktivere Bewertungen auf Spreadbasis.
- Lokalwährungspapiere in Schwellenländern bleiben technisch und fundamental weiterhin attraktiv.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Der Ölpreis steht und fällt mit der Förderpolitik der OPEC+ und ist damit bis auf Weiteres im Seitwärtstrend.
- Gold hat trotz neuem Allzeithoch Aufwärtspotenzial dank steigender ETF-Zuflüsse.
- Industriemetalle durch schwache Aktivität in China belastet, bieten aber nach Rücksetzer interessante Einstiegskurse.

Währungen



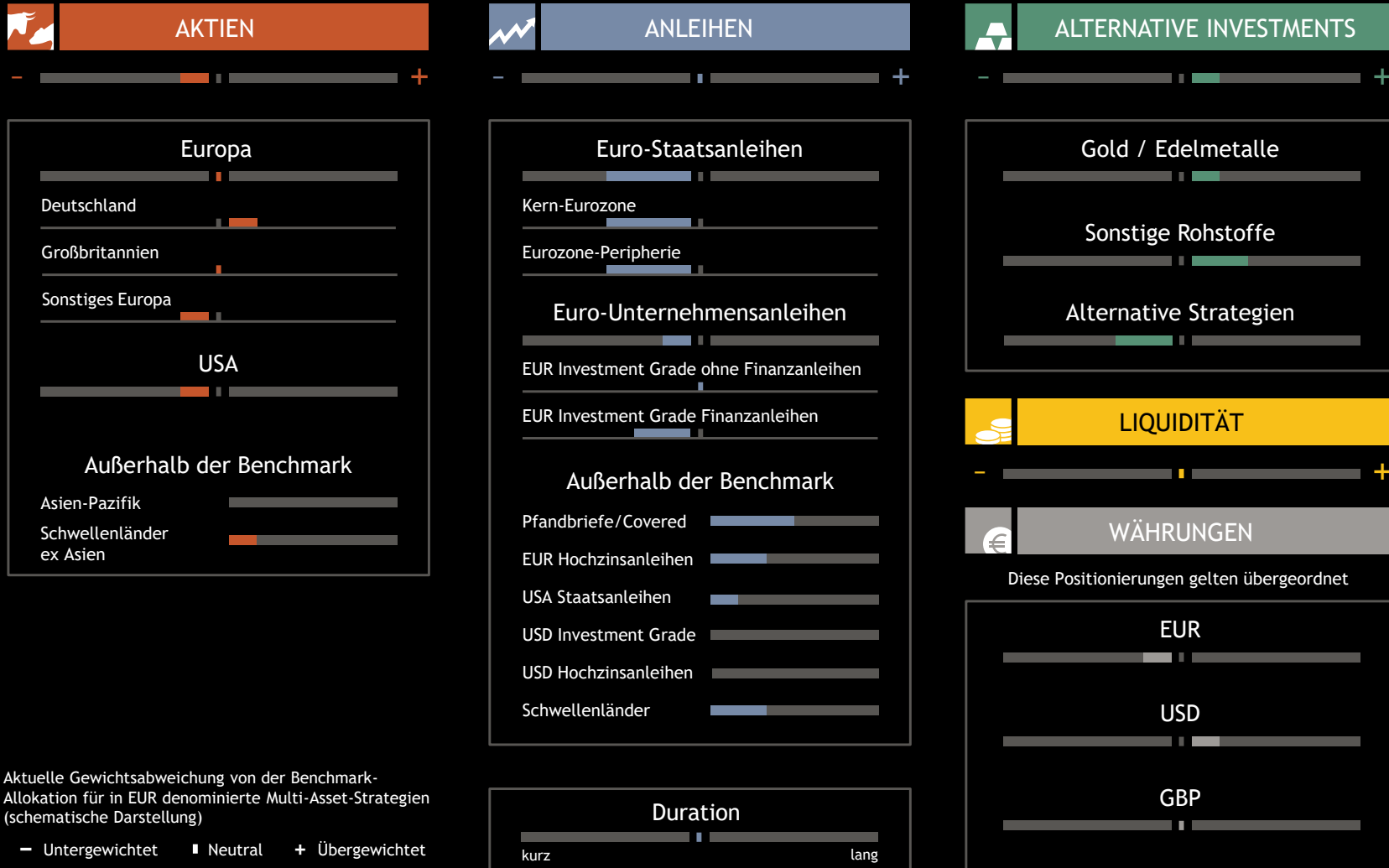
- Zuletzt leichter Euro-Auftrieb durch abnehmendes Frankreich-Risiko und die Aussicht auf eine frühere US-Zinswende.
- Rund um die US-Präsidentschaftswahlen könnte es beim Euro-Dollar-Kurs zu kurzfristigen Schwankungen kommen.
- Schweizer Nationalbank behält Franken im Blick.



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

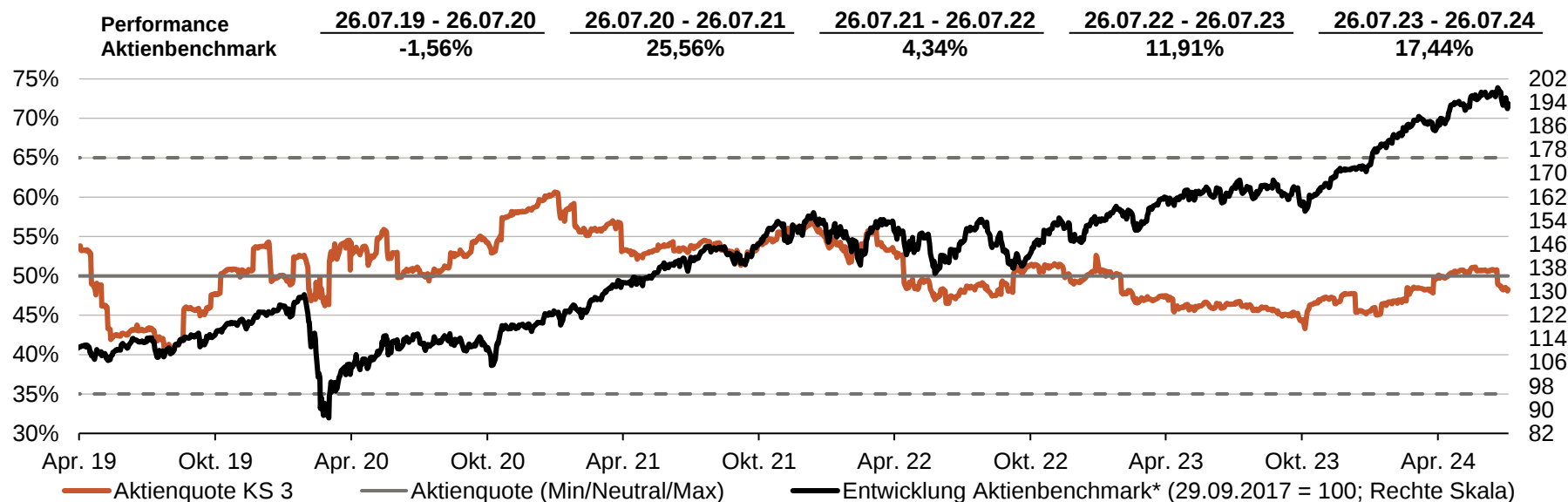
Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Berenberg Asset-Allokation kompakt

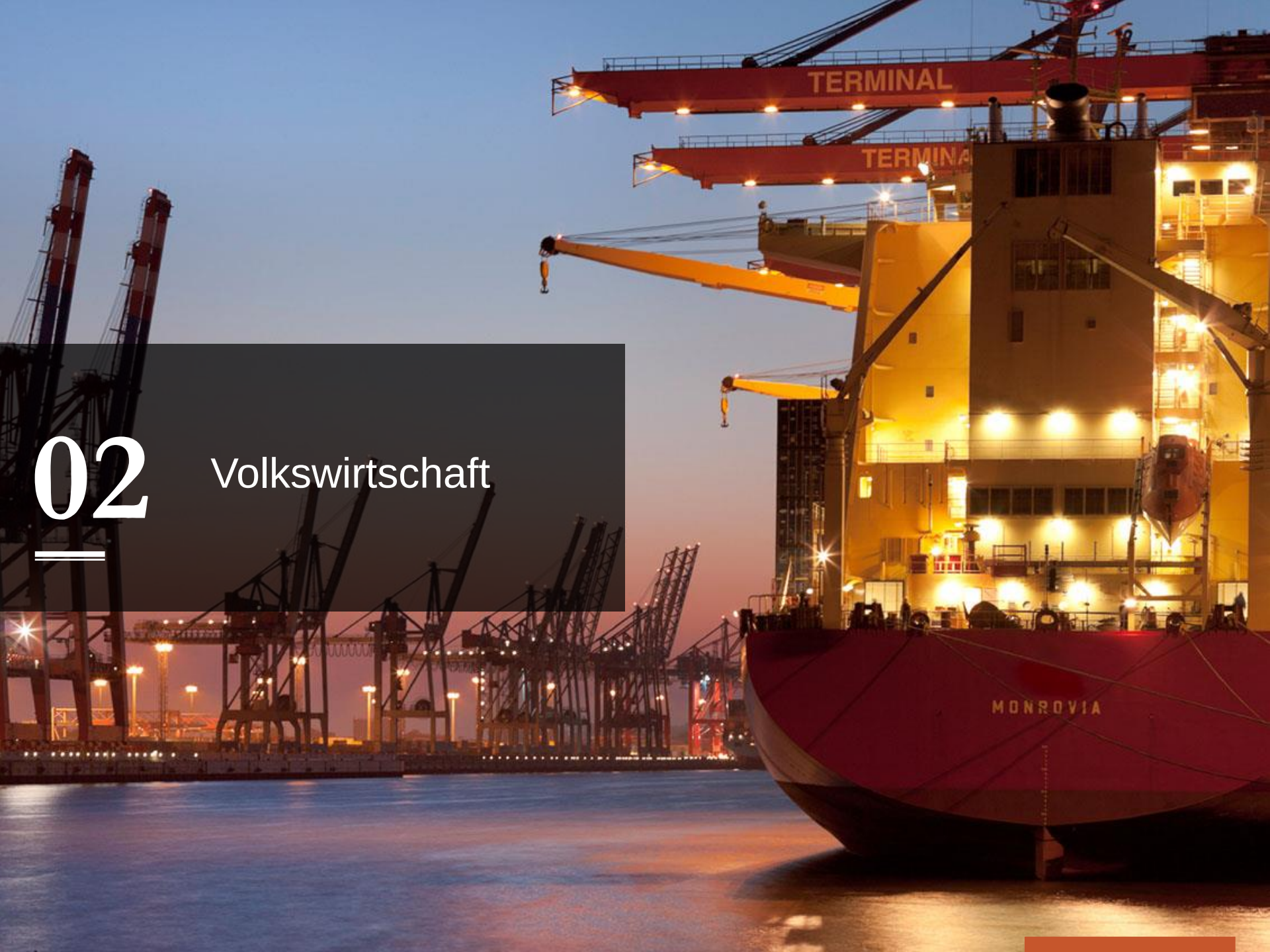
Rückblick für die Kernstrategie 3

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: 26.07.2019 – 26.07.2024
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Nach der starken ersten Juli-Hälfte von Aktien und angesichts der ambitionierten Bewertungen sowie einer erhöhten Pro-Risiko-Positionierung der Marktteilnehmer haben wir antizyklisch Gewinne mitgenommen und unserer Aktienquote um netto 2Pp auf unter 50 % reduziert. Wir haben insbesondere zyklisches Exposure abgebaut. Beispielsweise haben wir unsere Restposition in lateinamerikanischen Aktien, die uns 2022 und 2023 sehr gute Dienste erwiesen hat, komplett geschlossen. Im Gegenzug haben wir defensivere Titel sowie die Kasse erhöht.
- Viele Anleger dürften nach der starken Performance im bisherigen Jahresverlauf angesichts der politischen Risiken im Vorfeld der US-Wahlen kein großes Risiko eingehen wollen, zumal die Liquidität über den Sommer gering ist. Wir warten daher geduldig auf gute Gelegenheiten. Wir denken nach wie vor, dass das Aufwärtspotenzial für Aktien bis in den Herbst hinein limitiert ist.

A large cargo ship named 'MONROVIA' is docked at a port at night. The ship's hull is dark red, and its superstructure is illuminated with warm yellow lights. Several cranes are visible in the background, some with 'TERMINAL' written on them. The water in the foreground is dark and reflects the lights from the ship and the port.

02

Volkswirtschaft

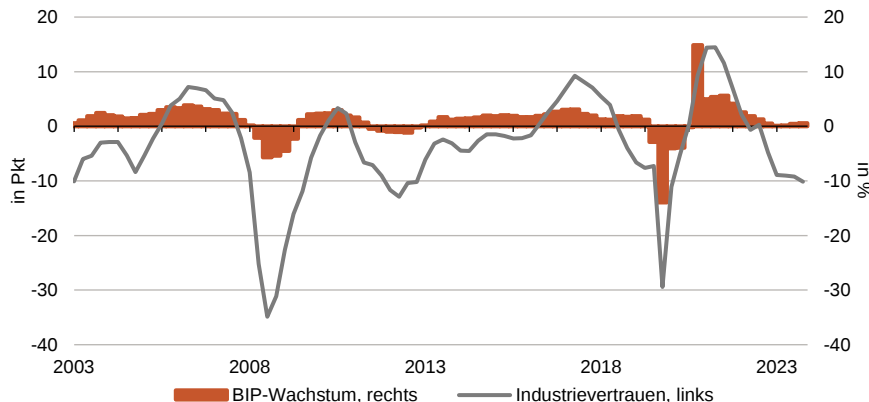
Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

BIP-Wachstum in Q2 überrascht positiv

- Die Wirtschaft in der Eurozone ist in Q2 um 0,6 % gegenüber dem Vorjahr gewachsen und konnte damit positiv überraschen. Besonders stark präsentierte sich die spanische Wirtschaft, die im Vorquartalsvergleich um 0,8 % zulegen konnte. Dagegen blieb die deutsche Wirtschaft erneut hinter den Erwartungen zurück. Das BIP sank in Q2 um 0,1 % gegenüber Q1.
- In der zweiten Jahreshälfte dürften das Ende der Lagerkorrektur sowie steigende Reallöhne und sinkende Zinsen der Konjunktur zusätzlichen Schub verleihen. Angesichts der guten BIP-Wachstumszahlen für Q2 haben wir unsere Prognose für das Gesamtjahr 2024 von 0,8 % auf 0,9 % angehoben.

Wachstum zieht langsam an

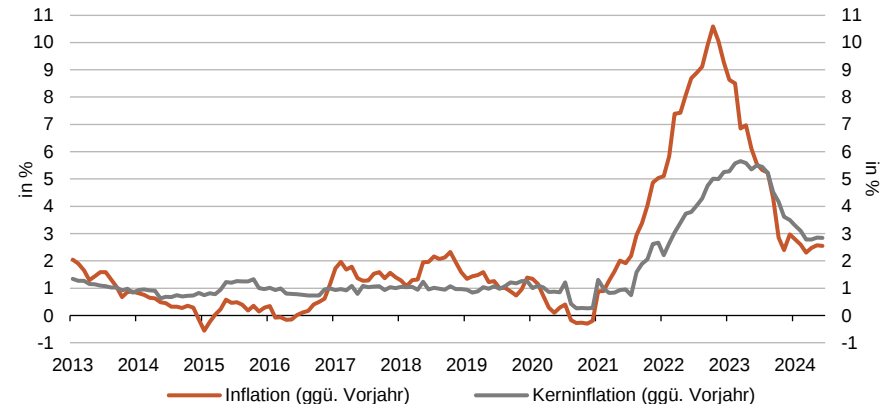


Quelle: Haver

Zinspause vor der Sommerpause

- Die EZB hat den Einlagesatz in der Juli-Sitzung unverändert bei 3,75 % belassen. Präsidentin Lagarde gab keinerlei Hinweise darauf, ob im September die nächste Zinssenkung ansteht, und verwies erneut auf ein datenabhängiges Vorgehen. Die EZB möchte sich alle Optionen offen halten.
- 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 Zinsschritten, so dass der Einlagesatz im Sommer 2025 dann bei 3,0 % liegt.

Eurozonen-Inflationsrate bewegt sich zuletzt seitwärts



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2013 – 06/2024

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

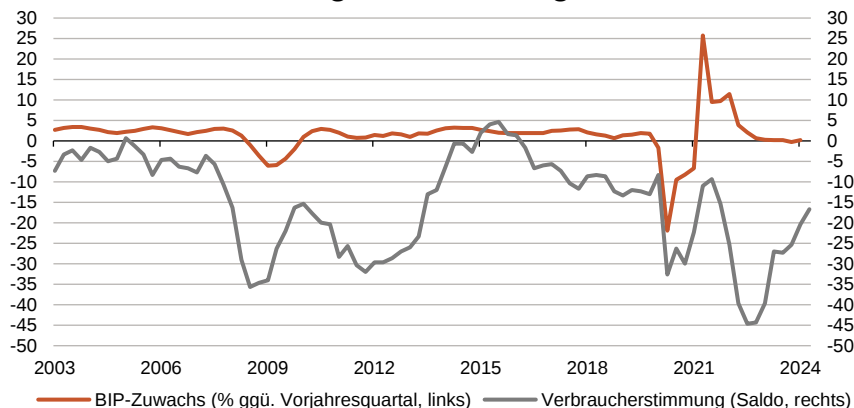


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wirtschaft kommt langsam in Schwung

- Nachdem die britische Wirtschaft im April nicht gewachsen war, konnte sie im Mai um 0,4 % im Vergleich zum Vormonat zulegen. Nach dem sehr starken BIP-Wachstum in Höhe von 0,6 % im Vorquartalsvergleich in Q1 wird die Wirtschaft in Großbritannien somit aller Voraussicht nach auch in Q2 zulegen.
- Wir rechnen damit, dass nach Jahren der selbstverschuldeten Brexit-Turbulenzen unter der neuen Labour-Regierung etwas Ruhe einkehren wird. Verlässliche pragmatische Beziehungen zur EU und eine Reform der Planungsvorschriften könnten bescheidene Wachstumsimpulse geben. Für das Gesamtjahr 2024 prognostizieren wir einen BIP-Anstieg von 1,0 %.

Konsumentenstimmung hellt sich langsam auf



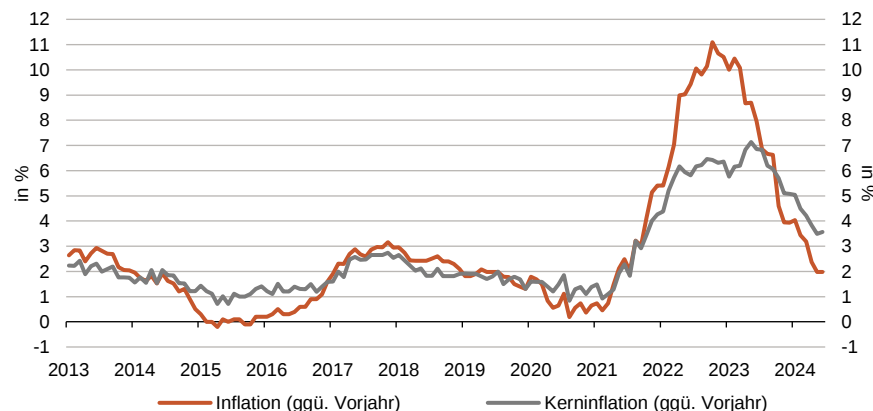
Quelle: Haver

Zeitraum: 03/2003 – 06/2024

Inflation auf Zielmarke öffnet die Tür für die Zinswende

- Die Inflationsrate lag im Juni bei 2 % und damit den zweiten Monat in Folge genau auf dem Zielwert der BoE. Der Dienstleistungssektor trug im Juni erneut 2,7 Prozentpunkte zur Gesamtinflation bei. Die Kerninflationsrate bewegte sich wie die Gesamtinflationsrate seitwärts und verharrte bei 3,5 %.
- Die BoE steht vor einer nicht ganz einfachen Entscheidung. Wir rechnen aber damit, dass sie die Zinswende bereits bei der nächsten Sitzung am 1. August mit einer Zinssenkung in Höhe von 25 Bp. einleiten wird. Danach erwarten wir sechs weitere Zinsschritte um jeweils 25 Bp., so dass der Leitzins Mitte 2025 bei 3,5 % liegen wird.

Inflation liegt den zweiten Monat in Folge auf Zielwert



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2013 – 06/2024

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung



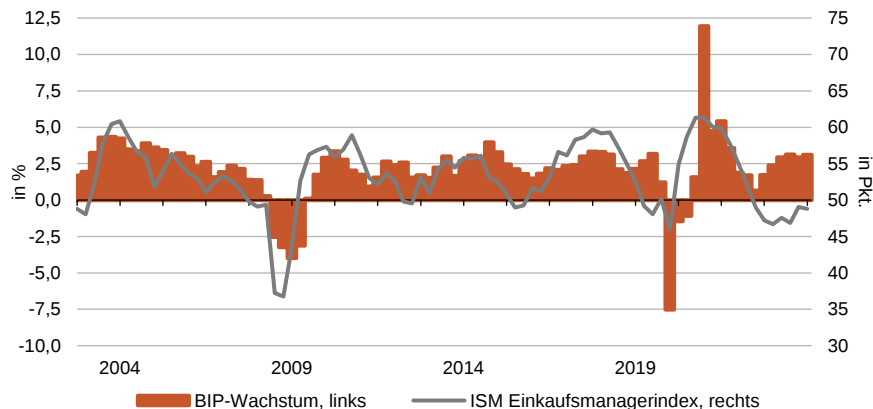
BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

US-Konjunktur überrascht in Q2 positiv

- Das US-BIP ist in Q2 mit 3,1 % im Vorjahresvergleich gewachsen (annualisiert ggü. Vq. 2,8 %) und damit stärker als zuvor erwartet. Das schwächere Wachstum in Q1, das von 1,6 % annualisiert ggü. dem Vorquartal auf 1,4 % nach unten revidiert wurde, scheint ein Ausreißer gewesen zu sein und Q2 die Gegenbewegung.
- Stützend wirkte sich erneut der stabile private Konsum aus. Wachstumstreiber waren aber auch volatile Komponenten wie die Investitionen in Ausrüstungen, erhöhte Lagerbestände und staatliche Verteidigungsausgaben. Wir rechnen damit, dass sich die US-Wirtschaft in den kommenden Quartalen weiter abkühlen wird, ein Einbruch ist aber nicht zu erwarten.

US-Wachstum weiterhin über der Trendrate von 2 %



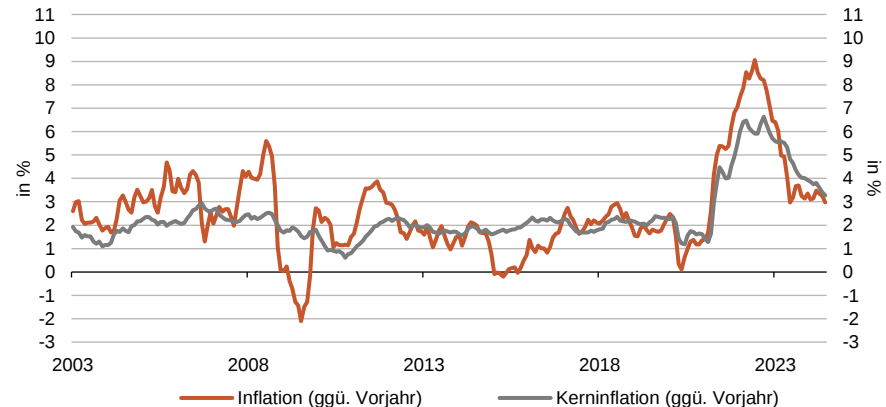
Quelle: Haver

Zeitraum: 03/2003 – 06/2024

Zinswende könnte im September beginnen

- Die Inflationsrate ist im Juni stärker als erwartet gesunken. US-Notenbankchef Powell zeigte sich zuletzt zuversichtlich, dass sich die Inflation zeitnah wieder in Richtung 2 % bewegen wird.
- Zudem kühlt sich die Konjunktur ab, während sich der Arbeitsmarkt normalisiert und der Lohndruck nachlässt. Die Zinswende scheint daher nicht mehr lange auf sich warten zu lassen, so dass wir bereits im September mit einer ersten Zinssenkung um 25 Basispunkte rechnen. Danach erwarten wir vierteljährliche Zinssenkungen um 25 Basispunkte, bis die Leitzinsspanne im Sommer 2025 bei 4,25 % bis 4,50 % liegen wird.

Kernrate gibt weiter nach



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2003 – 06/2024

Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 30.07.2024

* 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

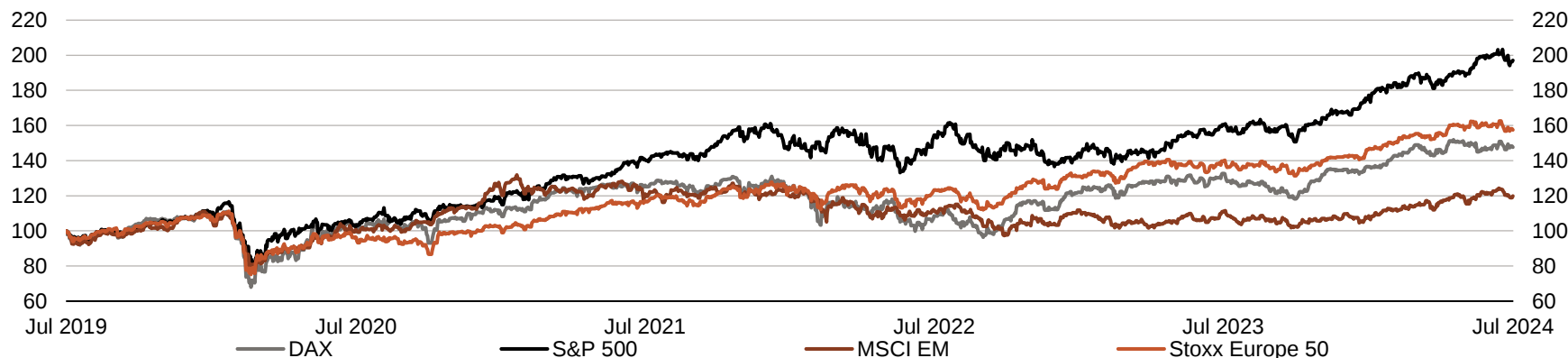
Marktentwicklung

Aktienmärkte im Juli mit starker Markttrotation

Hohe Anlegerpositionierung, schwächere Konjunkturdaten und US-Wahlen sprechen gegen offensive Positionierung

- Die Aktienmärkte waren im Juli von einer starken Rotation geprägt. Zunächst profitierte der S&P 500 Anfang Juli von der positiven Saisonalität, der Russell 2000 notierte auf einem 23-Jahrestief im Vergleich zum S&P 500 und die Breite des US-Marktes auf einem 20-Jahrestief. Gestiegene Zinssenkungserwartungen infolge kühlerer US-Inflationsdaten lösten schließlich in der zweiten Julihälfte eine deutliche Markttrotation aus – weg von Megacaps, Technologie, Wachstum und Momentum, hin zu Value und Small Caps, wobei US-Small Caps den stärksten 2 Wochen-Anstieg seit dem Schwarzen Montag (1987) lieferten.
- Eine wichtige Diskussion dreht sich jedoch um die Nachhaltigkeit dieser Rotationen, die in hohem Maße davon abhängen könnte, ob die großen Technologieunternehmen die Gewinnerwartungen erfüllen und die Marktbreite im Zuge der laufenden Berichtssaison zunimmt. Insbesondere die Ergebnisse der "Magnificent 7" dürften im Fokus des Marktes stehen. Wie sensibel diese Aktien auf weniger erfreuliche Ergebnisse reagieren könnten, zeigte sich in der vergangenen Woche bei Alphabet, dessen Umsatz- bzw. Gewinnwachstum die Erwartungen erfüllte bzw. übertraf – trotzdem fiel die Aktie um 5 %. Darüber hinaus bergen die hohe Anlegerpositionierung in Aktien, die schwache Sommersaisonalität und die bevorstehenden US-Wahlen Risiken. Wir fühlen uns daher mit einer leicht unter Neutral liegenden Positionierung mit breiter Diversifikation und defensiven Elementen in der Selektion wohl.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 29.07.2019 – 29.07.2024

Unternehmensgewinne

Q2-Berichtssaison in vollem Gange

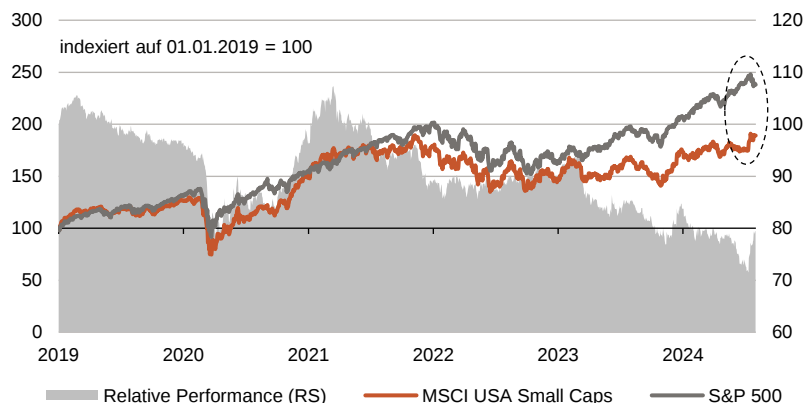


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Positionierung deutlicher Treiber der US-Berichtssaison

- Die aktuell laufende Q2-Berichtssaison in den USA dürfte Aufschluss darüber geben, ob sich die Gewinnerwartungen an die großen Technologieunternehmen erfüllen und die Marktbreite im Zuge der Berichtssaison zulegen dürfte.
- Während die Ergebnisse weiterhin stark sind (77 % der US-Unternehmen übertreffen aktuell die EPS-Schätzungen), ist ein klarer Treiber der Kursreaktion die Positionierung.
- US-Titel mit hoher Positionierung und Momentum-Aktien – insbesondere Aktien mit Anzeichen schwächeren Wachstums – verzeichneten tendenziell eine negative Kursreaktion, während bisher weniger beliebte Titel sich nach starken Ergebnissen erholten (z. B. Transport und Software).

Deutliche Rotation hin zu Small Caps im Juli



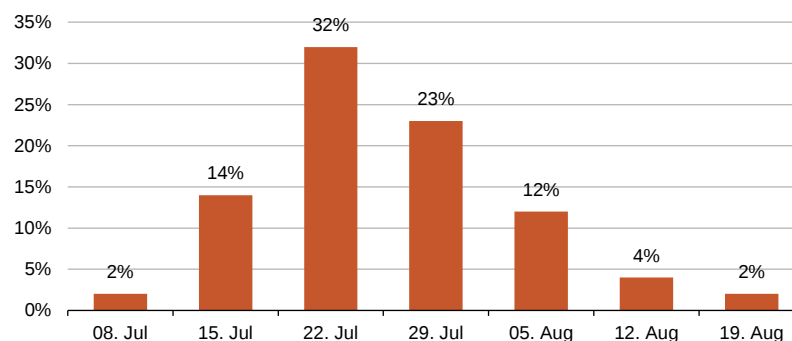
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019-29.07.2024

Europäische Aktien auf positivem EPS-Wachstumskurs

- Die Gewinnsaison für das 2. Quartal in Europa ist auf Kurs das erste positive EPS-Wachstum seit sechs Quartalen zu erzielen. Etwa 50 % der Unternehmen haben bereits ihre Q2-Ergebnisse berichtet, wobei das Gewinnwachstum mit 4 % leicht über dem Konsens von 3 % liegt.
- Europäische Aktien profitierten in den letzten zwei Wochen auch von Hedgefonds, die ihre Short- und Long-Positionen so schnell auflösten wie seit zehn Jahren nicht mehr. Insgesamt führte dies zu einem deutlichen Nettozukauf, da die Fonds angesichts besser als erwarteter Unternehmensgewinne ihre Short-Positionen doppelt so schnell auflösten wie ihre Long-Positionen.

Q2-Berichtssaison in Europa in vollem Gange



■ Berichtende Unternehmen des Stoxx Europe 600 nach Marktkapitalisierung pro Woche der Berichtssaison Q2 2024 in %.

Quelle: Morgan Stanley

Zeitraum: 08.07.2024 – 23.08.2024

Performance und Bewertung

Moderate Bewertungseinengung bei US-Aktien



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

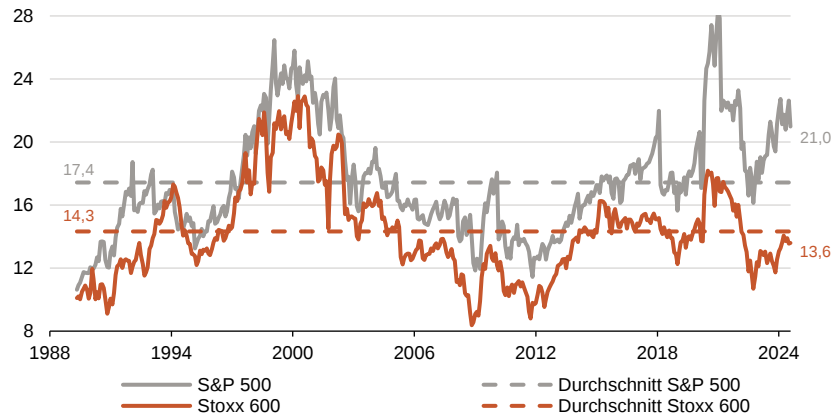
Sinkendes Momentum der Mega-Caps belastet Bewertungen

- Im Zuge der Berichtssaison wurden die europäischen und US-amerikanischen Aktienmärkte in den letzten 12 Monaten wieder stärker von der Gewinnentwicklung getrieben. In Europa blieb jedoch die Bewertungsexpansion der dominierende Faktor.
- Die Bewertungen amerikanischer Aktien sind in den letzten Wochen moderat gesunken und notieren nun auf den Niveaus von Mitte Juni. Sorgen über eine anhaltende Rotation und Mean Reversion weg von Big Tech und Momentum-Aktien waren erneut die größten Belastungsfaktoren, die insbesondere in der vergangenen Woche zu deutlichen Kursverlusten bei den „Mag 7“ und Halbleiteraktien führten.

Small Caps vorne, Technologieaktien hinten

- Über die letzten vier Wochen legten in Europa Versorger- und Finanzaktien am stärksten zu, während Technologie-, KI-Aktien und Momentumwerte Verluste verzeichneten. Value-Aktien outperformten Growth-Aktien.
- Der größte Teil des Abverkaufs bei den US-Technologiewerten in der vergangenen Woche wurde durch eine vorsichtigeren Anlegerstimmung bei Tesla und Alphabet ausgelöst, da die laufende Berichtssaison die Aufmerksamkeit des Marktes auf die Nachhaltigkeit der KI-Investitionsausgaben und die Rentabilität lenkt. Die „Mag 7“ sind seit ihrem Höchststand am 10. Juli insgesamt um über 10 % gefallen.

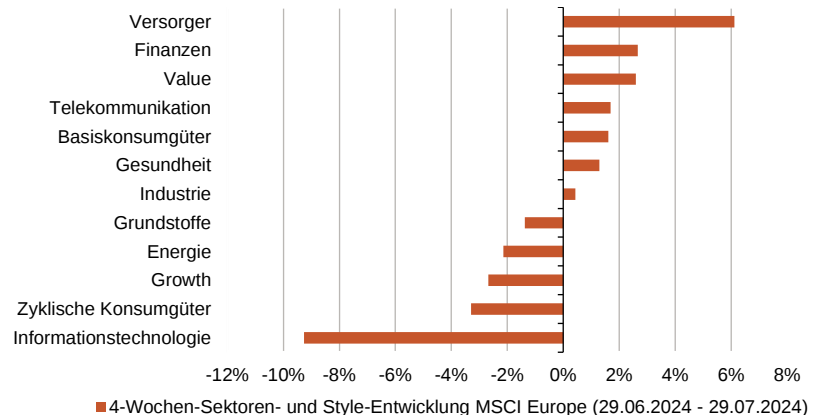
Bewertungseinengung bei europäischen und US-Aktien



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1988 – 29.07.2024

Technologiesektor bildete zuletzt das Schlusslicht



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

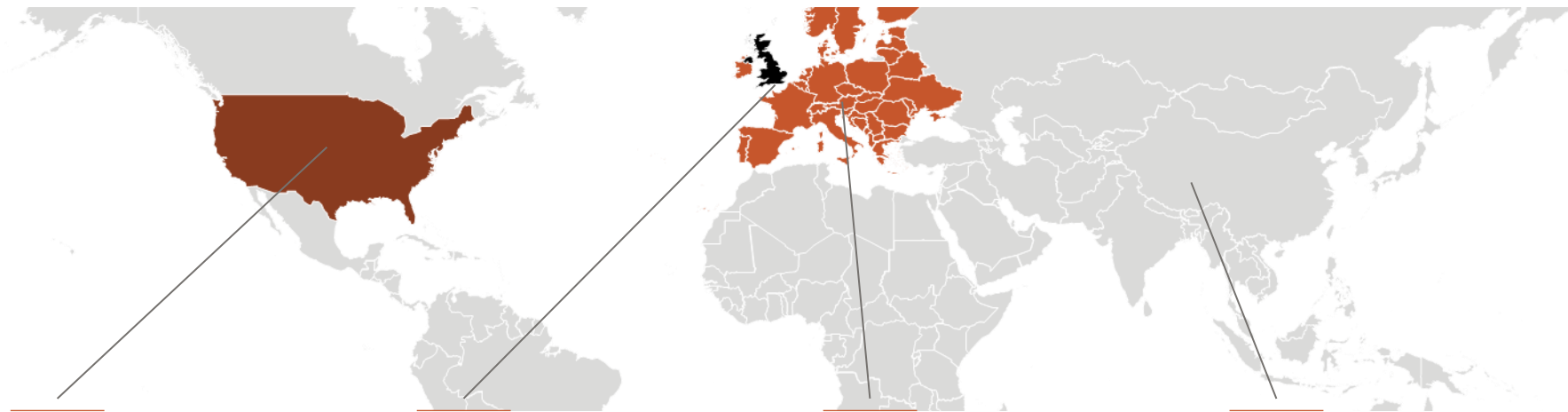
Zeitraum: 01.01.2006 – 29.07.2024

Aktien Allokation

Übergewicht in 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.
- Eine Reduktion des US-Untergewichts im Zuge der zuletzt gesehenen Rotation erscheint zunehmend attraktiv.

Großbritannien

Leicht untergewichen

- Der FTSE 100 ETF diene lange als balancierende Position im Portfolio. Auf Indexebene haben UK-Aktien ein eher defensives sowie rohstoffreiches Profil, was sich in einem Umfeld von hoher Inflation und geopolitischen Risiken auszahlen sollte. Diese Balance wollen wir nun vermehrt über Einzeltitel reinbringen und haben daher die Position reduziert.

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 Aufholpotenzial.
- Wir sind Europa ex UK leicht übergewichtet. Wir sehen Chancen insbesondere in europäischen Nebenwerten.

Schwellenländer

Neutral

- Wir haben unsere Restposition in lateinamerikanischen Aktien, die uns 2022 und 2023 sehr gute Dienste erwiesen hat, komplett geschlossen. Wir sehen mit Blick auf die US-Wahlen und Zeichen einer schwächeren globalen Konjunktur eher ein schwieriges Umfeld für die Region. Zudem ist die Position sehr weit weg von der Benchmark.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

	Aktuell			Ø*
Indexprognosen	29.07.2024	31.12.2024	30.06.2025	in 12 Monaten
S&P 500	5.464	5.500	5.700	6.113
DAX	18.321	19.500	20.500	21.749
Euro Stoxx 50	4.815	5.200	5.400	5.665
MSCI Großbritannien	2.371	2.450	2.580	2.705
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	0,7	4,3	11,9
DAX	-	6,4	11,9	18,7
Euro Stoxx 50	-	8,0	12,1	17,7
MSCI Großbritannien	-	3,4	8,8	14,1

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 29.07.2024

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04

Anleihen



Staatsanleihen

September-Zinssenkungen im Visier der Anleger

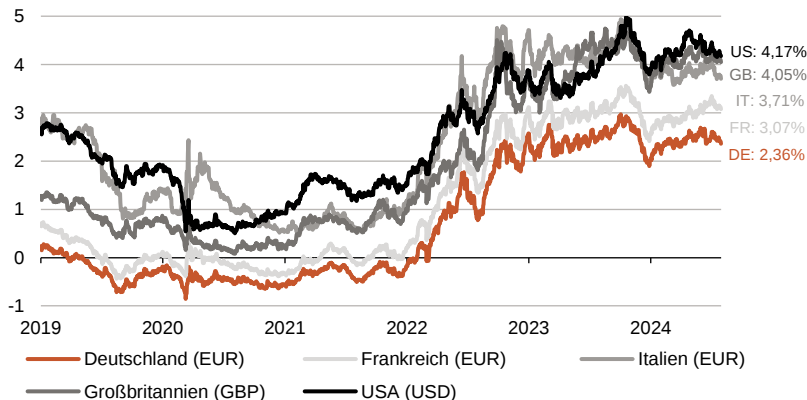


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

September: Fed und EZB auf Zinssenkungskurs?

- Ein schwächerer Arbeitsmarkt und niedriger als erwartet ausgefallene Inflationsdaten in den USA erhöhten die Hoffnungen der Marktteilnehmer auf die erste Zinssenkung der Fed in diesem Jahr bereits im September. Auf der anderen Seite des Atlantiks ließ die EZB nach ihrer Sitzung im Juli den Leitzins erwartungsgemäß unverändert, öffnete aber die Tür für die zweite Zinssenkung im September.
- Die Inflation bleibt jedoch ein Risikofaktor für den Zinssenkungspfad sowohl in den USA als auch in Europa, insbesondere angesichts möglicher Zölle und Steuersenkungen bei einer Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus.

10-jährige Renditen (%) seit Jahresbeginn angestiegen



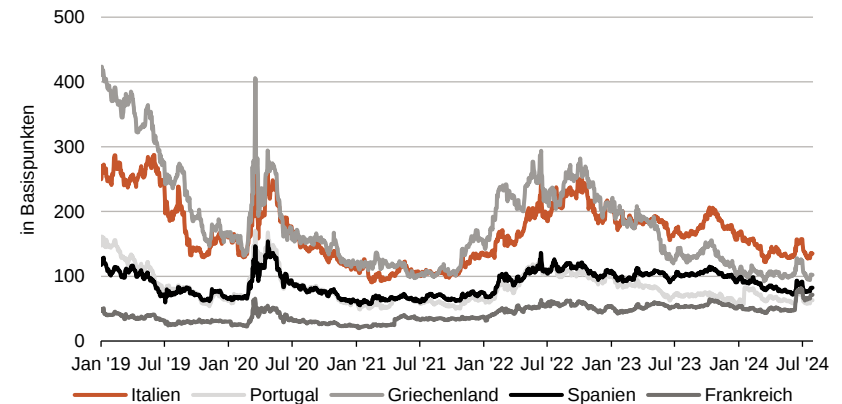
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2019 – 29.07.2024

Erhöhte politische Risiken in Europa

- Nach der überraschenden Ankündigung von Neuwahlen in Frankreich weitete sich der 10-jährige OAT-Bund Spread im Juni stark aus. Obwohl sich der Renditeabstand seither leicht verringert hat, scheint er sich auf einem höheren Niveau einzupendeln.
- Die Schwierigkeiten bei der Regierungsbildung nach den chaotischen französischen Parlamentswahlen untergraben das Vertrauen der Anleger. Eine mögliche Rücknahme der von Macron durchgesetzten Rentenreform und damit eine Reduktion des gesetzlichen Renteneintrittsalters von 64 auf 62 Jahre würde den französischen Haushalt zusätzlich belasten und einen weiteren Grund für die Ausweitung der Risikoaufschläge auf französische Anleihen liefern.

Peripherie-Risikoaufschläge zuletzt auf höherem Niveau



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

Zeitraum: 01.01.2019 – 29.07.2024

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Euro IG und EM-Lokalwährungssegment weiterhin attraktiv

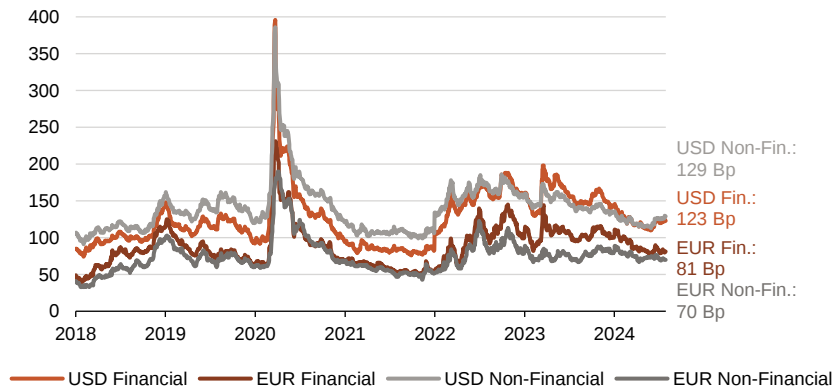


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Unternehmensanleihen: Weiterhin gut unterstützt

- Europäische Unternehmensanleihen bleiben fundamental und technisch gut unterstützt. Die Zinssenkungsaussichten der EZB im Herbst dürften den IG- und Hochzinsanleihe-Segmenten zusätzlichen Rückenwind verleihen.
- IG-Unternehmensanleihen bieten aber weiterhin gegenüber dem Hochzins-Segment historisch attraktivere Bewertungen auf Spreadbasis. Der Monat August stellt wie der Monat Juli aufgrund von geringem Neuemissionsvolumen grundsätzlich weiterhin eine saisonale Opportunität für Unternehmensanleihen dar. Sowohl das Hochzins- als auch IG-Segment wird zudem weiterhin von positiven Mittelzuflüssen unterstützt.

IG-Unternehmensanleihen: Spreads zuletzt stabil



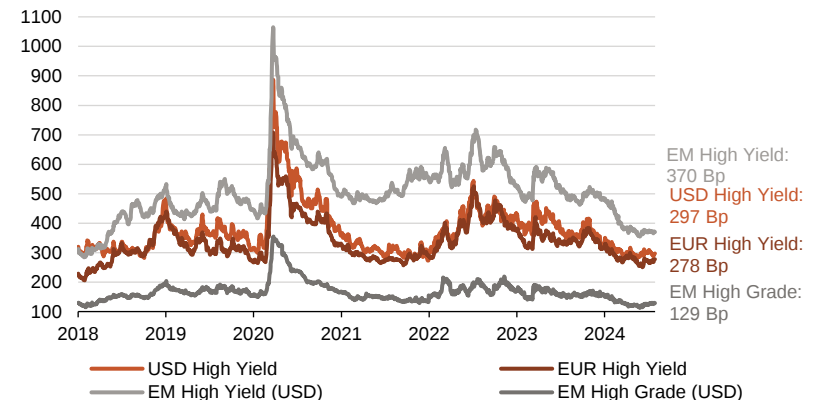
Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 29.07.2024

Trump-Risiken sorgen für Volatilität in Schwellenländern

- Staats- und Unternehmensanleihen der EM-Länder in Hartwährung verzeichneten im vergangenen Monat eine leichte Ausweitung der Risikoaufschläge. Die Aussicht auf eine weitere Amtszeit von Donald Trump und die damit verbundenen Risiken der Einführung von Zöllen, Handelsbeschränkungen und einer allgemeinen Überprüfung der Beziehungen zu den Schwellenländern sorgten für Gegenwind.
- Anhaltend solide Fundamentaldaten in den Schwellenländern, starke Mittelzuflüsse vor allem in Staatsanleihen sowie eine günstige Saisonalität im August dürften jedoch für Rückenwind bei Anleihen sorgen.

EM-Risikoaufschläge zuletzt leicht ausgeweitet



Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 29.07.2024

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



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, solider Fundamentaldaten 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 Renditen sowie der längeren 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

	29.07.2024	31.12.2024		30.06.2025	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	5,25-5,50	4,75-5,00	5,00	4,25-4,50	4,40
10J US-Rendite	4,18	4,70	4,14	4,70	4,01
Eurozone					
Leitzins	4,25	3,65	3,40	3,15	2,90
10J Bund-Rendite	2,36	2,60	2,21	2,70	2,25
Großbritannien					
Leitzins	5,25	4,50	4,65	3,50	4,00
10J Gilts-Rendite	4,05	4,30	3,81	4,30	3,66

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 29.07.2024

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

Bis auf Weiteres seitwärts

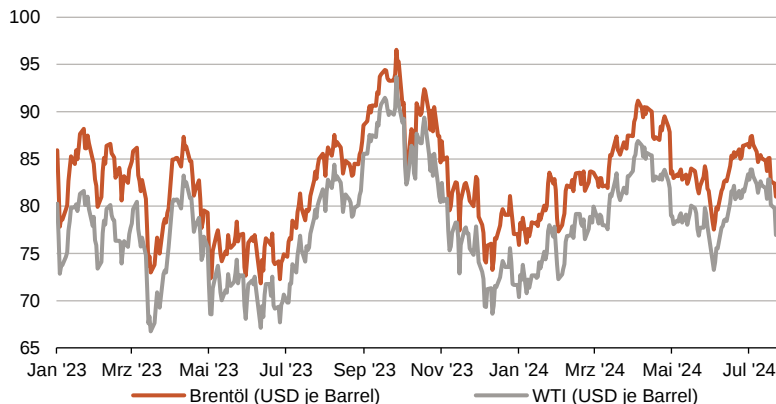


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Ölpreis steht und fällt mit Förderpolitik der OPEC+

- Nachdem sich Öl im Juni dank fundamentaler Knappheit und spekulativer Nachfrage noch kräftig erholte hatte, folgte nun im Juli wieder die Korrektur. Brent schwankt damit weiter seitwärts zwischen 75 bis 90 USD je Barrel. Die Nachfrage im Westen scheint solide. So zeigt sich in den USA mit fallenden Lagerbeständen die positive Sommer-Saisonalität. Zudem erwarten IEA, EIA und OPEC bei deutlichem Nachfragewachstum Angebotsdefizite über die kommenden Monate. Allerdings haben zuletzt wieder einmal enttäuschende Nachrichten aus China die Energiemärkte belastet. Eigentlich wichtigster Wachstumstreiber der globalen Ölnachfrage, sind die Importe im Reich der Mitte in der ersten Jahreshälfte sogar rückläufig gewesen und auch für den Rest des Jahres erwarten verschiedene Research-Häuser nur stagnierende Importe.
- Letztlich dürfte der Ölpreis aber mit der Förderpolitik der OPEC+ stehen und fallen. Zuletzt ist die Einhaltung der Produktionsquoten nahezu perfekt. Russland bekräftigte in den vergangenen Wochen noch einmal, dass ein ausgeglichener Markt oberstes Ziel der OPEC+ sei. Die Sitzung am 1. August dürfte Aufschluss darüber geben, ob die ab Oktober geplanten Produktionserhöhungen tatsächlich kommen werden.
- Mit reaktiver OPEC+ bei gemischtem Nachfrageausblick und unentschiedenen spekulativen Investoren scheint eine Fortsetzung der Seitwärtsbewegung bis auf Weiteres wahrscheinlich.

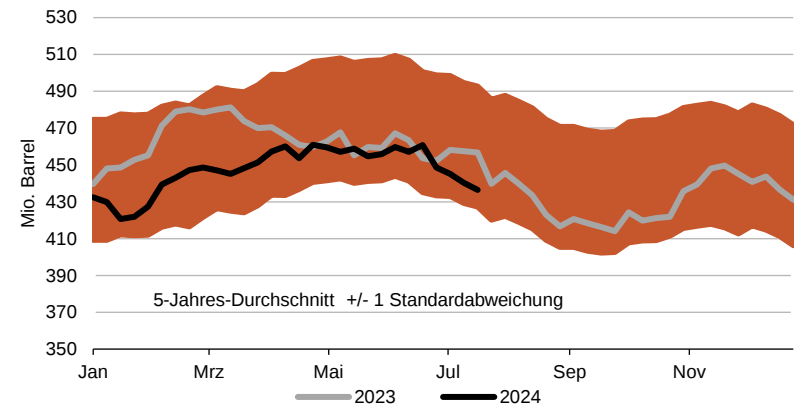
Rohöl weiter im Seitwärtstrend



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2023 – 29.07.2024

US-Lagerbestände saisonal rückläufig



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 19.07.2024

Edel- und Industriemetalle

Industriemetalle mit interessanten Einstiegskursen

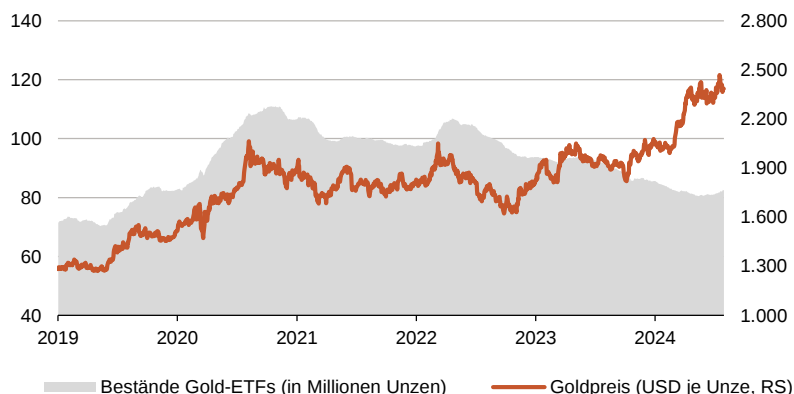


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold hat trotz Allzeithoch noch Luft nach Oben

- Der Goldpreis erreichte Mitte Juli ein neues Allzeithoch von 2.469 USD pro Feinunze. Getragen wurde die Rallye, anders als zu Jahresbeginn, von Zuflüssen in ETFs (vor allem in Europa). Das ehemals hohe Kaufinteresse der Zentralbanken, insbesondere Chinas, scheint zuletzt aufgrund der hohen Preise etwas abgeflaut zu sein. Erstmals seit Ende 2022 hat die PBoC ihre Goldkäufe pausiert.
- Nach dem Allzeithoch kam es jüngst zur Konsolidierung. Allerdings gibt es genügend Gründe für eine Fortsetzung des positiven Trends wie bevorstehende Zinssenkungen, fallende Realzinsen, hohe Staatsschulden, steigende Unsicherheit im Zuge der US-Wahlen und zahlreiche geopolitische Risiken. Die Gold-ETF Bestände haben daher mehr Aufwärtspotenzial.

ETF-Goldbestände mit Aufwärtspotenzial



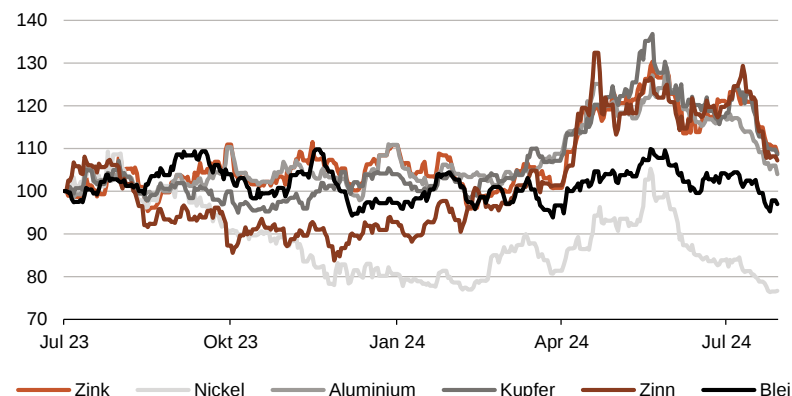
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2014–29.07.2024

Industriemetalle kurzfristig unter Druck

- Industriemetalle fielen aufgrund schwacher Konjunkturdaten, primär aus China, auf den tiefsten Stand seit März. Insbesondere der Immobiliensektor im Reich der Mitte liegt weiter brach. Auch das dritte Plenum der Kommunistischen Partei vermochte der Konjunktur keine positiven Impulse verleihen.
- Zwar schwächelt die Nachfrage etwas, allerdings bleibt auch das Angebot knapp, wie lokale Kupfer-Prämien in Europa und den USA oder auch Schmelz- und Raffinierlöhne für Kupfer zeigen. Auf dem aktuellen Niveau dürften Industriemetalle mit Blick auf die strukturell steigende Nachfrage durch grüne Technologien interessante Einstiegskurse bieten.

Preisverfall bei den Industriemetallen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 29.07.2023–29.07.2024



06

Währungen

Marktentwicklung

Geld & Währung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gemeinsamer Abstieg vom Zinsgipfel eingepreist

- Die Tatsache, dass es im neuen französischen Parlament keine klaren Mehrheiten gibt und damit größere Ausgabenerhöhungen unwahrscheinlicher erscheinen, hat dem Euro gegenüber dem US-Dollar zuletzt Rückenwind gegeben.
- Dass die Fed nun voraussichtlich doch schon im September die Zinswende einläuten wird, hat den Greenback zuletzt etwas geschwächt, ist aber mittlerweile an den Märkten vollständig eingepreist und wird den Wechselkurs kaum noch bewegen. Im Vorfeld der US-Präsidentschaftswahlen könnte es zu leichten Ausschlägen kommen, bis zum Jahresende rechnen wir aber insgesamt mit einer Seitwärtsbewegung.

Seitwärtsbewegung beim EUR/USD-Wechselkurs



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 07/2019 – 07/2024

Schweizerische Nationalbank setzt Zinswende fort

- Schwächere Wachstumszahlen in China, Sorgen um den Nahostkonflikt und eine sich eintrübende Stimmung an den Börsen sorgten zuletzt für Zuflüsse in den sicheren Hafen Schweizer Franken.
- Allzu weit wird der Rückenwind den Franken aber nicht tragen. Denn die Schweizerische Nationalbank hat zuletzt mehrfach deutlich gemacht, dass sie in einer Aufwertung der heimischen Währung eine Gefahr für die Stabilisierung der Inflation sieht und entsprechend zu handeln bereit ist. Zum Beispiel in Form einer weiteren Leitzinssenkung, die nun für die nächste Sitzung im September immer wahrscheinlicher wird.

Schweizer Franken als sicherer Hafen gefragt



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 07/2019 – 07/2024

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

	29.07.2024	31.12.2024		30.06.2025	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,08	1,08	1,09	1,10	1,10
EUR/GBP	0,84	0,85	0,85	0,85	0,85
EUR/CHF	0,96	0,97	0,98	0,98	1,00
EUR/JPY	167	167	166	165	162
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	0,2	-0,7	-1,6	-1,6
GBP	-	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
CHF	-	-1,1	-2,2	-2,2	-4,1
JPY	-	-0,2	0,4	1,0	2,9

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 29.07.2024

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

A row of brown leather chairs with white cushions in a blurred background.

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