

HORIZONTHandout

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Oktober | 2024

Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

Wichtige Hinweise



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 Anderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/.

Datum 26.09.2024

Inhaltsverzeichnis



01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Gold bleibt übergewichet	4
02	Volkswirtschaft Konjunktur und Geldpolitik normalisieren sich	9
03	Aktien Chancen für Jahresendrallye nach der US-Wahl	14
04	Anleihen Selektive Risiken versprechen Erträge	20
05	Rohstoffe Öl im Seitwärtstrend, Gold auf Allzeithoch, Industriemetalle am Beginn der Erholung	25
06	Währungen Beginn der US-Zinswende schwächt den US-Dollar	28

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



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-Mor	nats-Zeitr	äume der	letzten 5	Jahre
	■4W (26.08.24 - 23.09.24) ■YTD (29.12.23 - 23.09.24)	23.09.23	23.09.22	23.09.21	23.09.20	23.09.19
Gold	4,8	23.09.24	23.09.23	23.09.22	23.09.21 -7,1	23.09.20
	4,7	·	,	,	·	
REITs	10,8	22,9	-15,6	-4,4	33,7	-21,6
Globale Wandelanleihen	2,5	6,8	-3,2	-12,2	31,2	18,0
Aktien Industrienationen	1,8	24,5	9,4	-3,5	35,9	0,5
Aktien Emerging Markets	1,2	13,2	-0,4	-11,4	19,9	2,1
EUR Unternehmensanleihen	0,9	9,0	2,9	-15,1	1,8	0,3
EUR Staatsanleihen	0,8 2,1	6,8	-0,4	-11,2	-0,2	0,1
USD/EUR-Wechselkurs	-0,7	-4,1	-9,1	21,2	-0,7	-5,7
Euro-Übernachteinlage	0,3	4,0	2,5	-0,5	-0,6	-0,5
Industriemetalle	6,0	4,2	-7,3	7,7	43,1	-6,5
Aktien Frontier Markets	-0,9	7,5	-5,6	-6,1	29,2	-7,2
Brent	-7,6	-12,9	11,3	69,0	86,8	-41,7

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;

 ${\bf Globale\ Wandelanle ihen:\ SPDR\ Convertible\ Securities\ ETF;\ Gold:\ Gold\ US\ Dollar\ Spot;\ Brent\ Roh\"ol:\ Bloomberg\ Brent\ Crude\ Subindex\ TR;}$

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: 23.09.2019 – 23.09.2024

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



Volkswirtschaft



- USA: Konjunktur kühlt sich langsam ab.
- Europa: Wachstum gewinnt erst 2025 an Schwung.
- Inflation: Vorerst weiter in Richtung Zwei-Prozent-Ziel.
- Geldpolitik: Abstieg vom Zinsgipfel in Europa und USA.

Aktien



- Aktienindizes dürften noch moderates Aufwärtspotenzial bis zum Jahresende haben. Welche Regionen und Sektoren profitieren, dürfte stark davon abhängen, wer bei den Wahlen als Sieger hervorgeht und ob beide US-Kammern von der gleichen Partei gewonnen werden.
- Nebenwerte bieten saisonal das größte Potenzial und dürften aufgrund fallender Zinsen unterstützt sein.

Anleihen



- Sichere Staatsanleihen mit positivem drittem Quartal, Kurspotenziale allerdings ausgereizt.
- · Markttechnik stützt europäische Unternehmensanleihen, wir präferieren das defensivere Investmentgrade-Segment.
- Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern mit unausgeschöpftem Potenzial, Einstiegsmöglichkeiten attraktiv.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Öl trotz durchwachsenen Ausblicks weiter seitwärts.
- Gold auf Allzeithoch, aber es gibt noch Luft nach oben.
- Industriemetalle warten auf steigende Aktivität im verarbeitenden Gewerbe.

Währungen

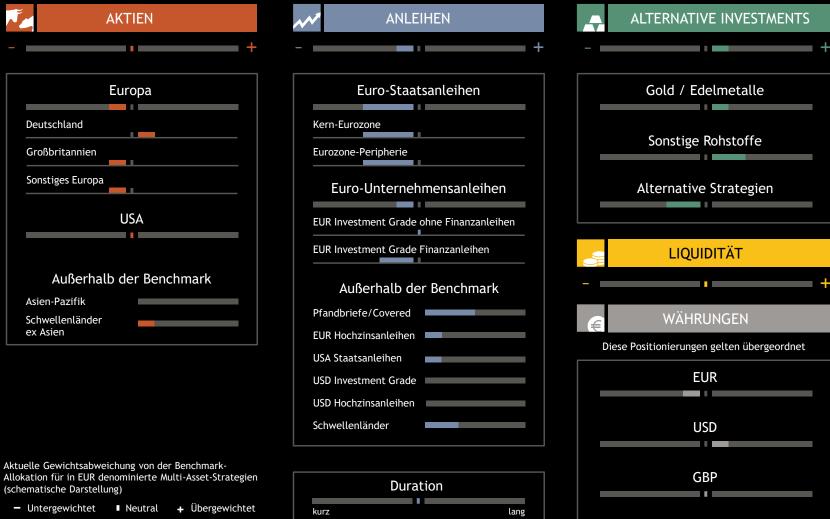


- · Große Zentralbanken steigen vom Zinsgipfel ab.
- Der US-Dollar hat zuletzt etwas an Stärke verloren.
- Schweizer Franken zuletzt als sicherer Hafen gefragt.

Berenberg Asset-Allokation kompakt Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen



Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



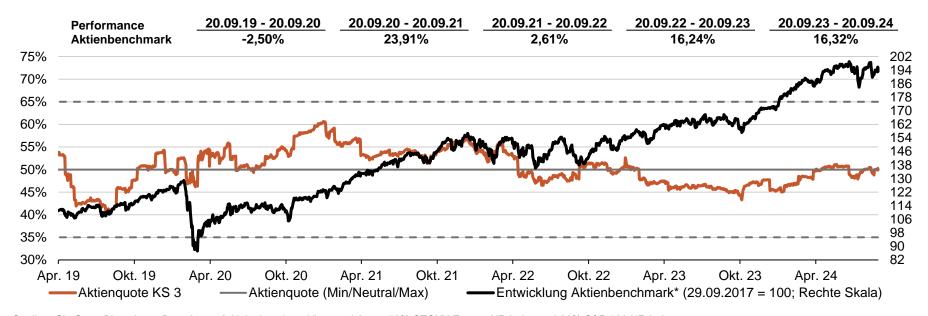
Quelle: Berenberg

Darstellung per 24.09.2024

Berenberg Asset-Allokation kompakt Rückblick für die Kernstrategie 3

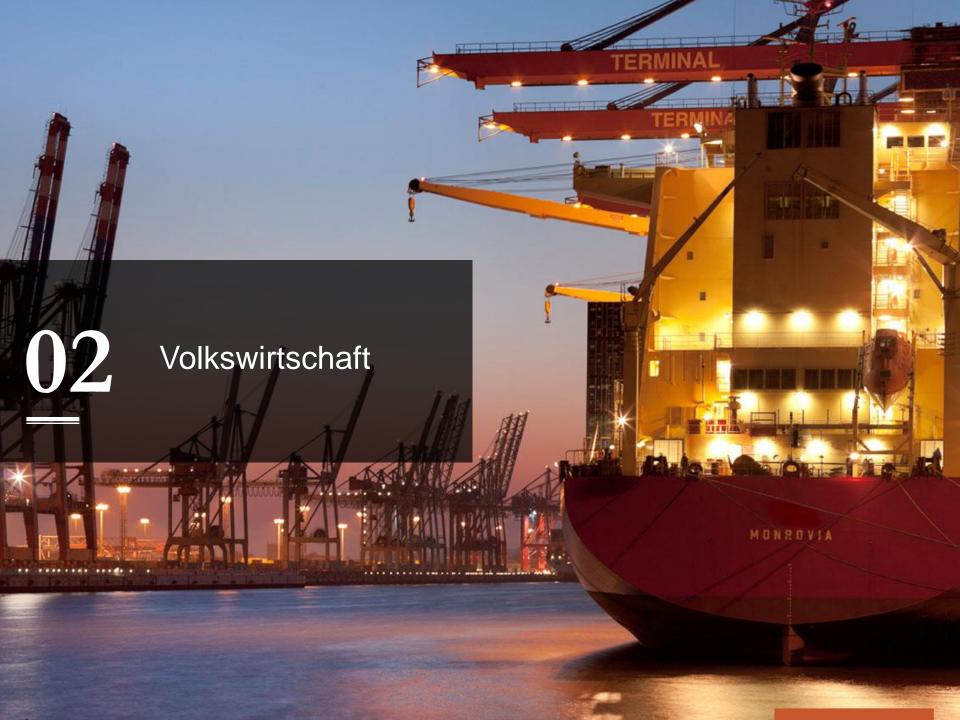


Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg *,Aktienbenchmark" setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 20.09.2019 – 20.09.2024 Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wenig Potenzial für Aktien und mehr Volatilität über den Sommer war unsere Erwartung vor drei Monaten ein Umfeld für antizyklisches Handeln, wie wir argumentierten. Nachdem die Märkte im Juli zunächst weiter gestiegen waren, reduzierten wir die Aktienquote entsprechend. Den schnellen und deutlichen Rückschlag Anfang August haben wir dann genutzt, um die Aktienquote wieder Richtung neutral zu erhöhen.
- Mit einer ausgewogenen Positionierung fühlen wir uns derzeit gut aufgestellt. Anleihen erscheinen nach der Zinsrallye der letzten Monate weniger attraktiv, eine Übergewichtung drängt sich hier ebenso wenig auf wie eine lange Duration. Gold, das jüngst ein neues Allzeithoch erreicht hat, bleibt deutlich übergewichtet. Andere Rohstoffe, insbesondere Industriemetalle, bleiben eine sinnvolle Beimischung im Portfoliokontext.



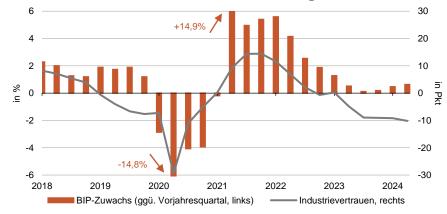
Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

Konjunktur überrascht im ersten Halbjahr positiv

- Die Wirtschaft der Eurozone ist deutlich besser durch die erste Jahreshälfte gekommen, als wir dies zu Jahresbeginn erwartet hatten. Im ersten Quartal 2024 stieg die Wirtschaftsleistung in der Eurozone um solide 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, im zweiten Quartal um 0,2 %. Verantwortlich hierfür waren vor allem die südlichen Mitgliedsländer, wo ein Mix aus Reformen, einer leicht expansiven Fiskalpolitik und einem boomenden Tourismus die Wirtschaft stützte.
- Im europäischen Wachstumsvergleich schneidet Deutschland hingegen nicht gut ab. Die größte Volkswirtschaft der Eurozone tritt seit mehr als zwei Jahren nahezu auf der Stelle.

Wachstum in der Eurozone zieht nur langsam an



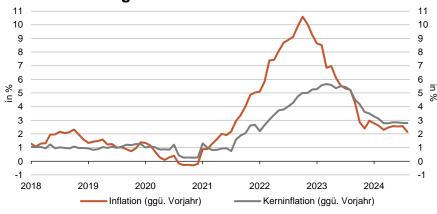
Quelle: Haver Zeitraum: 01/2018 – 06/2024



Abstieg der EZB vom Zinsgipfel

Die rückläufigen Inflationsraten haben es der EZB erlaubt, mit dem Abstieg vom Zinsgipfel zu beginnen. Strukturelle Gründe wie etwa der demografische Wandel und die notwendigen Investitionen in den Klimaschutz werden jedoch voraussichtlich dazu führen, dass sich die Inflationsraten sowohl in der Eurozone als auch in den USA mittelfristig auf einem höheren Niveau als vor der Pandemie einpendeln werden. Für die Notenbanken heißt dies, ihre Geldpolitik weniger aggressiv zu lockern, als es früher üblich war. Wir erwarten, dass die EZB ihren Einlagesatz bis zum Sommer 2025 auf 2,5 % senken wird.

Inflation bewegt sich auf das Zwei-Prozent Ziel zu



Ouelle: Haver Zeitraum: 01/2018 – 08/2024

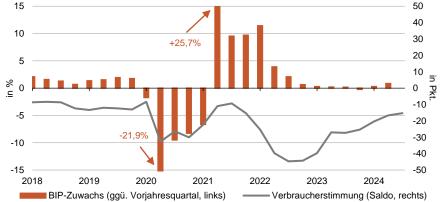
Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

Wirtschaft im Aufschwung

- Nach zwei Jahren der Stagnation meldete sich die britische Wirtschaft im ersten Halbjahr eindrucksvoll zurück. In Q1 und Q2 stieg das BIP um 0,7 % bzw. 0,6 % im Vorquartalsvergleich.
- Zwar dürfte die Wirtschaft dieses hohe Expansionstempo in der zweiten Jahreshälfte nicht halten können. Allerdings rechnen wir damit, dass das Vereinigte Königreich noch längere Zeit an einem soliden Aufschwung erfreuen kann. Dazu werden auch die robuste Binnennachfrage und die sinkenden Zinsen beitragen. Für das Gesamtjahr 2024 prognostizieren wir einen BIP-Anstieg von 1,1 %, gefolgt von 1,6 % im Jahr 2025.

Konsumentenstimmung hellt sich langsam auf

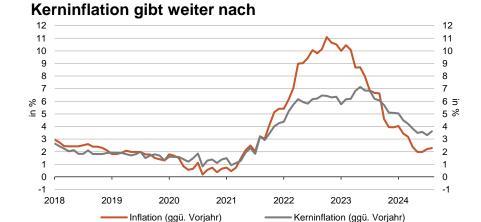


Zeitraum: 01/2018 - 09/2024



Die BoE vollzieht eine vorsichtige Zinswende

- In Großbritannien verhindert der anhaltende Lohndruck, insbesondere im Dienstleistungssektor, derzeit einen weiteren Rückgang der Kerninflation. Diese liegt mit 3,6% auf einem für die BoE immer noch zu hohen Niveau. Die britische Notenbank vollzieht die Zinswende daher langsam und hat nach der ersten Leitzinssenkung im August im September direkt eine Pause eingelegt.
- Am 7. November könnte die geldpolitische Lockerung mit einer weiteren Senkung um 25 Bp fortgesetzt werden. Für 2025 erwarten wir drei weitere Schritte in gleicher Größenordnung, so dass der Leitzins bis Herbst 2025 auf 4,0 % sinken dürfte.



Quelle: Haver Zeitraum: 01/2018 – 08/2024

Quelle: Haver

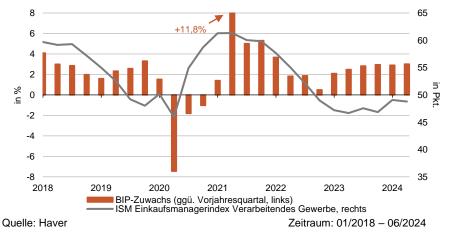
USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

USA: Sanfte Landung in Sicht

- Das US-Wirtschaftswachstum hat im ersten Halbjahr 2024 dank einer expansiven Fiskalpolitik und eines robusten privaten Konsums erneut positiv überrascht. Die restriktive Geldpolitik geht aber auch an den USA nicht spurlos vorüber, so dass die Konjunktur mittlerweile ein wenig an Schwung verliert. Insbesondere der zuvor stark überhitzte Arbeitsmarkt sowie der Wohnungsbau und die Industrie haben sich zuletzt abgekühlt. Bisher deutet alles darauf hin, dass sich die zuvor überhitzte US-Konjunktur lediglich abkühlt, ein Einbruch ist nicht zu erkennen.
- Für das Gesamtjahr 2024 rechnen wir mit einem soliden BIP-Wachstum von 2,5 %, gefolgt von 1,5 % im Jahr 2025.

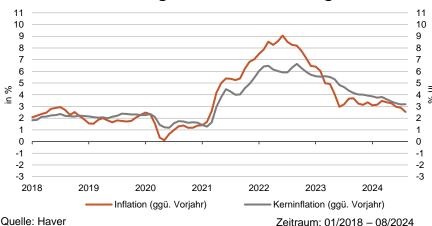
US-Wachstum weiterhin robust



Zinswende steht vor der Tür

- Nachdem die Fed in den Jahren 2021 und 2022 die Preisanstiege zunächst unterschätzt hatte und dann etwas zu zögerlich mit der Straffung der Geldpolitik begonnen hatten, will sie jetzt sichergehen, dass die Inflation auch wirklich unter Kontrolle gebracht ist.
- Die weiteren Zinssenkungen werden daher unserer Meinung nach graduell erfolgen. Dafür spricht auch, dass die aktuelle geldpolitische Lockerung nicht aus der Notwendigkeit heraus erfolgt, die Konjunktur vor einer drohenden Rezession zu bewahren. Vielmehr sollte der Nominalzins sinken, da ansonsten die rückläufige Inflation zu einem Anstieg des Realzinses und damit zu einer noch restriktiveren Geldpolitik führen würde.

Inflationsrate bewegt sich weiter Richtung 2%-Ziel



Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick



	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)						
	2024		2025		20	2026		2024		2025		2026	
		Ø**		Ø**		Ø**			Ø**		Ø**		Ø**
USA	2,5	2,5	1,5	1,7	2,0	2,0		2,9	2,9	2,3	2,3	2,4	2,3
Eurozone	0,7	0,7	1,3	1,3	1,5	1,5		2,4	2,4	2,1	2,1	2,3	2,0
Deutschland	-0,1	0,1	0,6	1,0	1,3	1,3		2,5	2,4	2,2	2,1	2,3	2,0
Frankreich	1,1	1,1	1,3	1,1	1,4	1,4		2,6	2,5	2,1	1,9	2,3	1,9
Italien	0,8	0,8	1,2	1,0	1,2	1,0		1,1	1,2	2,0	1,8	2,3	1,8
Spanien	2,8	2,7	2,2	2,0	2,1	1,7		3,0	3,0	2,6	2,2	2,6	2,1
Großbritannien	1,1	1,1	1,6	1,4	1,7	1,5		2,6	2,6	2,4	2,4	2,5	2,0
Japan	-0,2	0,0	1,2	1,2	1,1	0,9		2,5	2,5	1,9	2,0	1,7	1,6
China	4,7	4,8	4,2	4,5	4,2	4,2		0,5	0,5	1,8	1,5	2,0	1,8
Welt*	2,5	-	2,4	-	2,6	-		-	-	-	-	-	-

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.09.2024

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

^{**} Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



Marktentwicklung

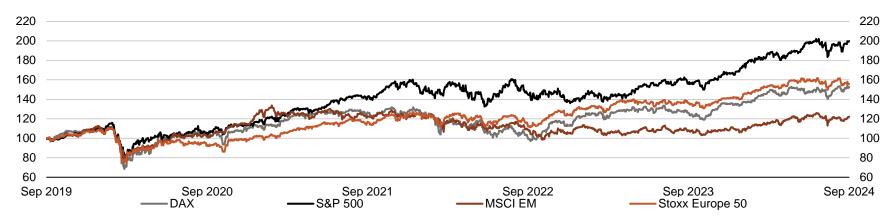
Chancen für Jahresendrallye nach der US-Wahl



Aktienindizes dürften noch moderates Aufwärtspotential bis zum Jahresende haben

- Während sich die großen Aktienindizes im dritten Quartal kaum bewegt haben, gab es unterhalb der Oberfläche eine Rotation. Tech-Aktien gehörten wegen einer Mischung aus KI-Hype-Sorgen und Wachstumssorgen zu den relativen Verlierern. Letztere belasteten auch Rohstoffaktien. Zu den relativen Gewinnern zählten hingegen defensive Aktiensektoren. Regional spiegelte sich das in einer Underperformance von asiatischen und US-Aktien sowie in einer Outperformance von britischen Aktien wider. Die relativ günstig bewerteten Nebenwerte, bei denen schon viel Negatives eingepreist ist, hielten sich erstaunlich gut.
- Die Q4-Performance dürfte stark von dem Ausgang der US-Wahlen beeinflusst werden. Sollte Harris die Präsidentschaftswahl gewinnen, dürfte dies tendenziell auch Nicht-US-Aktien begünstigen. Trump mit seinem Fokus auf die USA und Deregulierung wäre zumindest vordergründig besser für US-Aktien und insbesondere US-Nebenwerte mit viel Inlandsexposure. Für europäische Aktien und insbesondere Nebenwerte ist jedoch bereits viel Risikoprämie eingepreist. Die Historie zeigt, dass die Volatilität vor den Wahlen in der Regel hoch ist und danach stark abnimmt, unabhängig davon, wer gewinnt, da die Unsicherheit verschwindet. Wir sehen daher gute Chancen für eine Jahresendrallye und halten eine Outperformance von Small Caps für wahrscheinlich, begünstigt durch niedrigere Zinsen und eine positive Saisonalität.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 23.09.2019 - 23.09.2024

Unternehmensgewinne

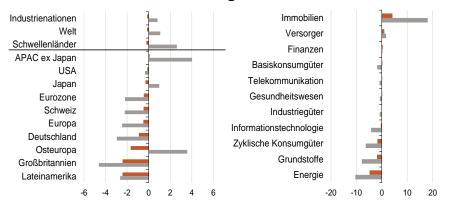
Zyklische Sektoren haben es aktuell schwer



Gemischtes Bild mit Blick auf die Gewinnerwartungen

 Da die Rezessionsängste zuletzt vor allem aufgrund enttäuschender US-Konjunkturdaten zugenommen haben, haben die Analysten zuletzt ihre Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate nach unten genommen – vor allem für lateinamerikanische Aktien sowie zyklische Sektoren. Der Immobiliensektor sah die positivsten Gewinnrevisionen. Die Gewinnerwartungen, insbesondere für die USA, erscheinen jedoch sehr ambitioniert. Die Analysten erwarten ein Gewinnwachstum von 15 % für US-Aktien für 2025 – und dies bei einem schwächelnden US-Arbeitsmarkt und einer drohenden Wirtschaftsabschwächung. Entsprechend dürfte es in nächster Zeit tendenziell negative Gewinnrevisionen geben.

Zuletzt fast ausschließlich negative Gewinnrevisionen



■1M-Veränderungen der Gewinnschätzungen der nächsten 12 Monate ■3M-Veränderungen der Gewinnschätzungen der nächsten 12 Monat

Quelle: FactSet Stand: 20.09.2024

Unterschiede innerhalb der Aktienmarkt-Sektoren

Die Nachfragetrends in der Automobilindustrie gestalten sich weiterhin schwierig und werden von Unsicherheiten rund um das Elektroauto geprägt. Im Luxusbereich berichteten die Unternehmen in den letzten Monaten, insbesondere in Asien, von einer weiteren, sequenziellen Verschlechterung der Trends, und der breite Abschwung hält an. Die Halbleiterbranche konnte zwar weiter von den starken, durch KI getriebenen Trends profitieren und sieht eine weitere Erholung des Kerngeschäfts, jedoch wurden die Erwartungen hinsichtlich Stärke und Schnelligkeit dieser Erholung zuletzt deutlich nach unten korrigiert. Im Gegensatz dazu sind die Trends im Gesundheitssektor weiter solide.

Hohe Gewinnerwartungen für nächstes Jahr



Quelle: FactSet Stand: 20.09.2024

16

Performance und Bewertung

Deutlicher Bewertungsabschlag in Europa gegenüber USA



Aktien aus Europa historisch günstig bewertet

- Die KGV-Bewertung für den S&P 500 ist nach der Korrektur Anfang August wieder gestiegen und liegt mit 21,6 so hoch wie zuletzt im Oktober 2021. Europäische Aktien sind dagegen im historischen Vergleich nochmals günstiger geworden und handeln nun mit einem historisch hohen Bewertungsabschlag gegenüber US-Aktien von mehr als 37 % auf Indexebene.
- Neben der unterschiedlichen Sektorstruktur ist dafür auch das höhere Potenzialwachstum sowie der tiefere und flexiblere Kapitalmarkt in den USA verantwortlich. Zudem werden die USA stärker durch einen höheren Anteil von bewertungsinsensitiven Anlegern (z.B. ETF-Sparpläne) unterstützt.

Bewertungseinengung bei europäischen Aktien



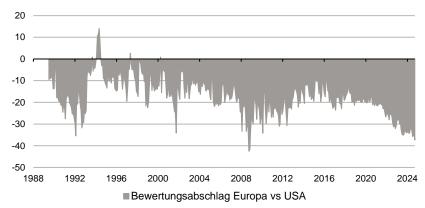
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1988 - 23.09.2024

Europäische Aktien mit hoher Risikoprämie

- Diese nicht-neuen Argumente dürften jedoch nur einen Teil der Bewertungsdifferenz erklären. Die höheren EU-Energiepreise sowie der mögliche Sieg Trumps bei den US-Präsidentschaftswahlen (und damit wohl höhere Zölle) spielen auch eine Rolle. Das Positive ist, dass europäische Aktien schon eine hohe Prämie für all diese Risiken einpreisen und Chancen bieten, sollten diese nicht eintreten.
- Wir sehen vor allem Chancen für eine Jahresendrallye und halten insbesondere eine Outperformance von Small Caps für wahrscheinlich, welche durch niedrigere Zinsen und eine positive Saisonalität unterstützt werden.

Europäische Aktien selten so günstig relativ zu den USA



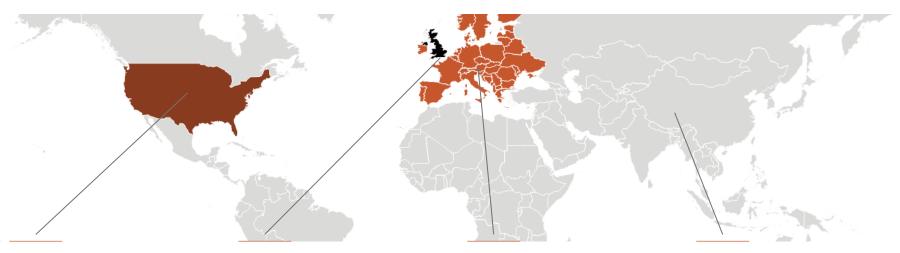
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 30.06.1989 – 16.09.2024

Aktien Allokation

Präferenz für US-Gewicht nahe neutral in die US-Wahl hinein





USA

Neutral

- 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.
- In die US-Wahl hinein präferieren wir ein US-Gewicht nahe neutral.

Großbritannien

Leicht untergewichten

 Der FTSE 100 ETF diente lange als balancierende Position im Portfolio. Auf Indexebene haben britische 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 Aufholpotenzial.
- Wir sind in 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.
- Angesichts der Unsicherheit im Falle eines Trump-Gewinns bei den US-Wahlen haben wir momentan keine Position in Schwellenländer-Aktien.

Prognosen

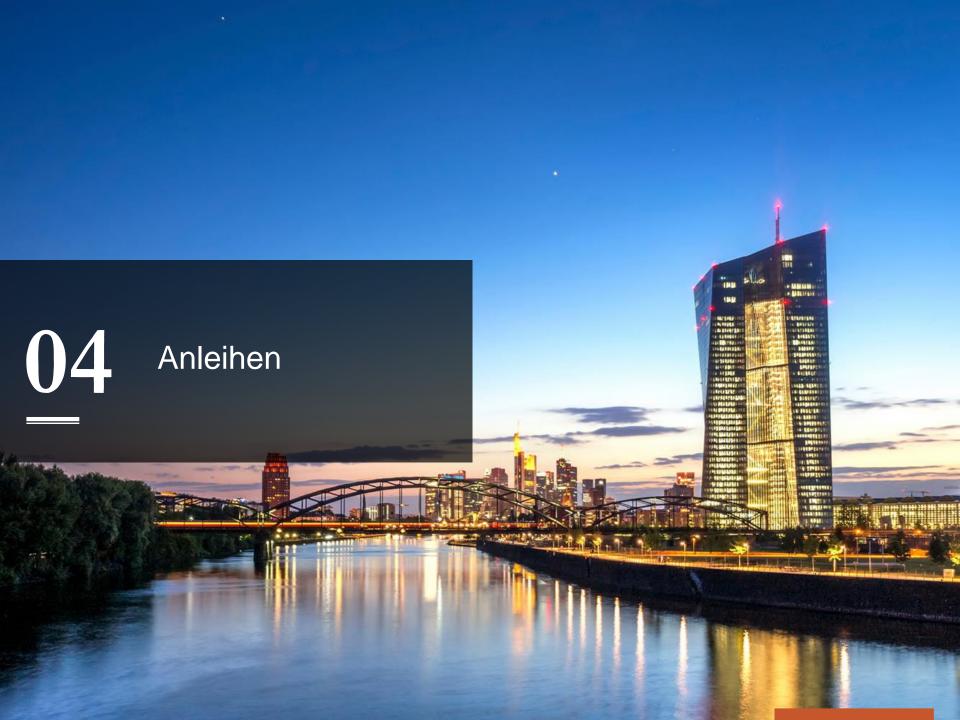
Einschätzungen für ausgewählte Indizes



	Aktuell			Ø*
Indexprognosen	23.09.2024	30.06.2025	31.12.2025	in 12 Monaten
S&P 500	5.719	6.000	6.100	6.229
DAX	18.847	19.800	20.500	21.679
Euro Stoxx 50	4.886	5.300	5.400	5.633
MSCI Großbritannien	2.357	2.500	2.600	2.697
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	4,9	6,7	8,9
DAX	-	5,1	8,8	15,0
Euro Stoxx 50	-	8,5	10,5	15,3
MSCI Großbritannien	-	6,1	10,3	14,4

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.09.2024

^{*}Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

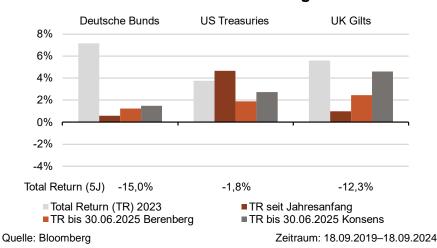


StaatsanleihenBegrenztes Kurspotenzial

Gemeinsame Aufwärtsbewegung evtl. nicht dauerhaft

- Das dritte Quartal bescherte Anlegern in weiten Teilen des Anleihemarktes fallende Renditen und damit erfreuliche Gewinne. Für die kommenden Wochen und Monate erwarten wir allerdings keine Fortsetzung der einträchtigen Aufwärtsbewegung der Anleihepreise, sondern eine Rückkehr zur Heterogenität der ersten Jahreshälfte. Insofern dürfte die Differenzierung zwischen einzelnen Anleihesektoren wieder stärker an Bedeutung gewinnen.
- Nach zwei negativen Quartalen wendete sich für sichere Staatsanleihen zuletzt das Bild – von Juli bis September konnten Wertzuwächse verzeichnet werden.
 Vergleichsweise stachen besonders US-Treasuries in Landeswährung mit positiver Bilanz hervor.

Sichere Staatsanleihen: moderate Erträge bis Mitte 2025

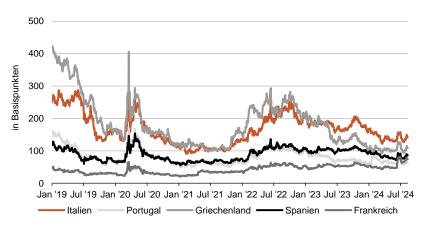




Jüngster Rückenwind für Staatsanleihen flaut wieder ab

- Neben erhöhter Nachfrage nach Sicherheit, kam der anhaltende Disinflationsprozess dem Staatsanleihesegment zugute. So sank die deutsche Preissteigerungsrate im August gegenüber dem Vorjahresmonat auf 1,9 % und damit erstmals seit März 2021 wieder unter die Zwei-Prozent-Marke. Auch eurozonenweit sowie in den USA fiel die Inflation, so dass Hoffnungen auf weitere Leitzinssenkungen Staatspapiere zusätzlich unterstützten.
- Vieles scheint nun eingepreist und in unserem Hauptszenario rechnen wir mit wieder leicht steigenden Renditen im längeren Laufzeitensegment. Positive Erträge aus laufender Verzinsung könnten somit teilweise von gegenläufigen Kursbewegungen aufgezehrt werden.

Peripherie-Risikoprämien zuletzt auf höherem Niveau



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

Zeitraum: 01.01.2019 - 24.09.2024

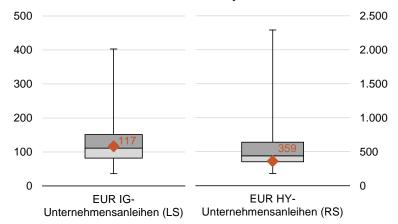
Unternehmens- und Schwellenländeranleihen Chancen bei Unternehmens- und Schwellenländeranleihen



Unternehmensanleihen: Technik sticht Bewertung

- Euro-Unternehmensanleihen haben auch 2024 bisher die Nase vorn: Das IG-Segment gewann 3,2 % hinzu, während Hochzinspapiere sogar um 5,9 % zulegten. Und auch im weiteren Jahresverlauf sollte das Segment durch markttechnische Faktoren unterstützt bleiben.
- Die Risikoaufschläge können in vielen Segmenten im historischen Vergleich nur noch als fair bezeichnet werden. Sofern man von einem "Weiter so" am Markt ausgeht, sollte dies zwar kein Problem darstellen, vielmehr dürfte die technische Unterstützung dominieren. Allerdings könnte ein hitziger US-Wahlkampf neben möglicherweise schwachen makroökonomischen Daten dieses Bild durchkreuzen und eine Korrektur einläuten.

Unternehmensanleihen: HY-Risikoprämien unattraktiv

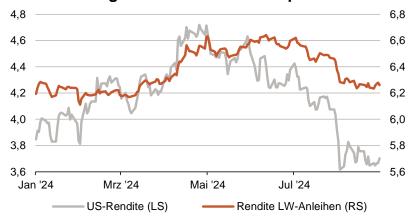


Risikoprämien gegenüber deutschen Staatsanleihen. Quelle: ICE, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2000-16.09.2024

EM: Lokalwährungspapiere unverändert unsere Favoriten

- Auffällig ist, dass Lokalwährungsanleihen trotz günstiger Rahmenbedingungen noch nicht ihr volles Potenzial ausschöpfen konnten. Die Gründe hierfür sehen wir erstens darin, dass sich EM-Zentralbanken angesichts der Unsicherheit über die US-Zinspolitik mit aggressiven Lockerungen zunächst zurückgehalten haben. Zweitens könnte ein möglicher Wahlsieg Donald Trumps das Umfeld für EM ändern. Drittens führten überraschende Äußerungen seitens Brasiliens und Kolumbiens zu Sorgen vor steigenden Haushaltsdefiziten und zu Abverkäufen in jeweiligen Lokalwährungsanleihen.
- Langfristig sollte die Bewertung wieder auf ein fundamental gerechtfertigtes Niveau zurückkehren, so dass derzeit interessante Einstiegsmöglichkeiten bestehen.

EM: Lokalwährungsanleihen mit Nachholpotenzial



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2024-31.08.2024

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.



Weitere Segmente



Schwellenländeranleihen

Übergewichten

- Anleihen in Lokalwährung bleiben aufgrund hoher Realrenditen, solider Fundamentaldaten in Verbindung mit einem anhaltenden Disinflationstrend in den Schwellenländern weiterhin attraktiv.
- Bei Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern präferieren wir Staatsanleihen gegenüber IG-Unternehmensanleihen aufgrund höherer Renditen sowie der längeren Duration.



Unternehmensanleihen

Übergewichten

 Wir bevorzugen weiterhin den IG-Bereich von Unternehmensanleihen, fokussieren uns hier aber eher auf kürzere bis mittlere Laufzeiten. Die allermeisten Emittenten überzeugen unverändert mit soliden Bilanzen und großzügigen Liquiditätsreserven. Bei der Sektorauswahl konzentrieren wir uns auf defensive Industrien und meiden zyklische.



Hochzinsanleihen

Übergewichten

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

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte



		23.09.2024	30.06.2025		31.12.2	2025
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)		Aktuell		Ø*		Ø*
USA						
	Leitzins	4,75-5,00	3,75-4,00	3,90	3,75-4,00	3,60
	10J US-Rendite	3,75	3,90	3,79	4,10	3,71
Eurozone						
	Leitzins	3,65	2,65	2,80	2,65	2,50
	10J Bund-Rendite	2,16	2,30	2,20	2,50	2,19
Großbritann	ien					
	Leitzins	5,00	4,25	4,10	4,00	3,60
	10J Gilts-Rendite	3,92	4,00	3,72	4,10	3,65

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.09.2024

^{*}Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



Rohöl

Bis auf Weiteres seitwärts

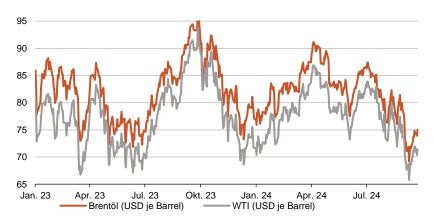


Geopolitik dominiert kurzfristig den Ölpreis, die OPEC+ aber das fundamentale Gleichgewicht

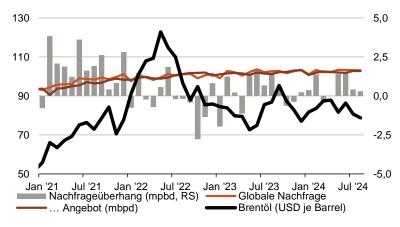
Zeitraum: 01.01.2023 - 23.09.2024

- Rohöl befindet sich seit Jahresanfang zwar immer noch im Seitwärtstrend, Q3 war allerdings geprägt von fallenden Preisen.
 Fundamental lässt sich diese Schwäche schwer begründen: Der Ölmarkt ist laut der EIA seit April im Angebotsdefizit, die US-Lagerbestände sind in den letzten Monaten fast monoton gefallen und jüngst kam es in Libyen aufgrund innenpolitischer Unruhen zu großen Produktionsausfällen.
- Aber der Ausblick für die kommenden Monate ist herausfordernd. Die Nachfrage im Westen dürfte saisonal schwächer werden, während in China die Konjunktur weiter enttäuscht. Gleichzeitig hat die OPEC+ ihre geplanten Produktionserhöhungen zwar aufgeschoben, aber nicht aufgehoben. Allerdings scheint bei bereits pessimistischer Anlegerpositionierung trotz solider Ausgangslage vieles schon eingepreist. Aufgrund der hohen freien Kapazitäten und steigender Nicht-OPEC-Produktion bleibt gleichwohl auch das Aufwärtspotenzial begrenzt. So dürfte sich der Seitwärtstrend seit Jahresanfang weiter fortsetzen.

Rohöl weiter im Seitwärtstrend



Öl fundamental gut, aber der Ausblick durchwachsen



Quelle: Bloomberg, EIA eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2021 - 31.08.2024

Edel- und Industriemetalle

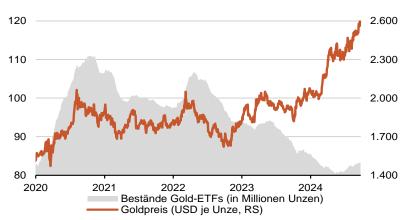
Gold auf Allzeithoch, Industriemetalle beginnen Erholung



Die Rallye bei Gold geht weiter

- Wie schon in Q1 und Q2 erreichte Gold auch im dritten Quartal neue Allzeithochs. Allerdings haben sich die Treiber der Rallye im Vergleich zum ersten Halbjahr umgekehrt – von physischer hin zu finanzieller Nachfrage. Zuvor hatten EM-Zentralbanken die De-Dollarisierung ihrer Währungsreserven vorangetrieben und chinesische Privatanleger hatten verstärkt in Gold statt in Immobilien investiert. Gleichzeitig verzeichneten Gold-ETFs in H1 Abflüsse i.H.v. 4,5 Mio. Unzen.
- Im Umfeld sinkender Zinsen, steigender Staatsschulden, eines schwächeren US-Dollars, hoher Unsicherheit im Vorfeld der US-Wahlen und geopolitischer Eskalationen im Nahen Osten gibt es viele gute Gründe, in Gold zu investieren.

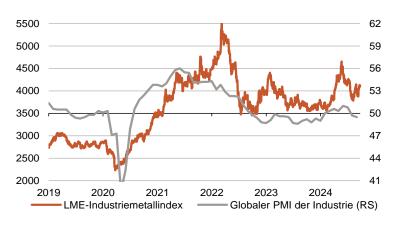
Weitere ETF-Zuflüsse dürften Gold Rückenwind geben



Industriemetalle am Beginn ihrer Erholung

 Industriemetalle blieben in den letzten Monaten nicht verschont von der weiter schwächelnden Aktivität im verarbeitenden Gewerbe, insbesondere in China. Trotz knappen Angebots dürften sich Industriemetalle weiter schwertun ohne Impuls aus der Industrie nachhaltig aufzuwerten. Allerdings gibt es vor allem aus Fernost Zeichen, dass die Nachfrage sich erholt: Lokale Prämien steigen wieder und die Exporte sowie die hohen Lagerbestände fallen. Zwar preisen Industriemetalle schon viel Negatives ein, aber der Zeitpunkt der Erholung bleibt mit Unsicherheit behaftet.

Etwaige Erholung in der Industrie könnte Metalle stützen



Zeitraum: 01.01.2020–23.09.2024 (

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2019–23.09.2024

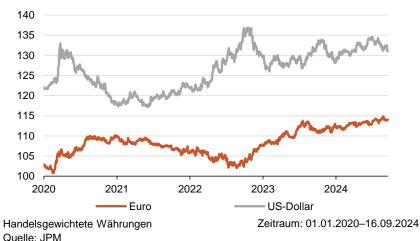


Marktentwicklung Geld & Währung

Große Zentralbanken steigen vom Zinsgipfel ab

- In den USA haben die rückläufige Inflation und der sich abkühlende Arbeitsmarkt in den letzten Monaten dazu geführt, dass der Währungsmarkt eine frühere und aggressivere Zinswende der Fed eingepreist hat.
- Die US-Notenbank hat zwar etwas später mit der Zinswende begonnen als die EZB, aber jetzt könnte sie ihren Leitzins schneller senken, als dies in der Eurozone der Fall sein dürfte.
- Mittelfristig ist somit mit einer gewissen Euro-Stärke zu rechnen. Im Vorfeld der US-Präsidentschaftswahlen am 5. November könnte der US-Dollar allerdings noch einmal zeitweilig Rückenwind erhalten.

Der US-Dollar hat zuletzt etwas an Stärke verloren

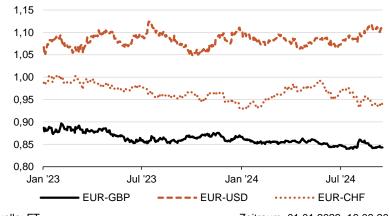




Schweizer Franken als sicherer Hafen und Zinswende der BoE

- Auch der Schweizer Franken erfreut sich insbesondere in turbulenten Zeiten großer Nachfrage. Dies zeigte sich erneut Anfang August, als Kurseinbrüche an den Weltbörsen den Franken deutlich aufwerten ließen.
- Die Bank of England hat die Zinswende von einem etwas höheren Niveau als die EZB eingeleitet und dürfte daher ihren Leitzins etwas stärker senken als ihr europäisches Pendant in der Eurozone. Die geringere Zinsdifferenz spricht zwar gegen das Pfund, gleichzeitig hat die Konjunktur in Großbritannien derzeit etwas mehr Schwung als in der Eurozone. Insgesamt erwarten wir daher eine Seitwärtsbewegung des Euro-Pfund-Kurses.

Schweizer Franken zuletzt als sicherer Hafen gefragt



Quelle: FT Zeitraum: 01.01.2023–16.09.2024

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



	23.09.2024	30.06.2025		31.12	2.2025
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,11	1,13	1,12	1,15	1,13
EUR/GBP	0,83	0,84	0,85	0,84	0,84
EUR/CHF	0,94	0,96	0,97	0,97	0,98
EUR/JPY	160	154	157	152	156
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-1,7	-0,8	-3,4	-1,7
GBP	-	-0,9	-2,1	-0,9	-0,9
CHF	-	-1,9	-2,9	-2,9	-3,9
JPY	-	3,6	1,6	5,0	2,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.09.2024

^{*}Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens





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, CFAChefstratege 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 IgnatovAnalyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Felix SchmidtLeitender Volkswirt

Kontakt

www.berenberg.de MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de