BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Dezember | 2024

Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

Wichtige Hinweise

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des -jeweiligen- Fonds zu entnehmen sind. Eine Anlageentscheidung sollte auf Basis aller Eigenschaften des Fonds getroffen werden und sich nicht nur auf nachhaltigkeitsrelevante Aspekte beziehen. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten die Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieses Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts »berenberg« unter der Internetadresse https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/.

Datum 28.11.2024

Inhaltsverzeichnis

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Erhöhung der Aktienquote mit Fokus auf US-Aktien hat sich bewährt	4
02	Volkswirtschaft Konjunkturelles Nieselwetter in Europa, weiterhin Sonnenschein in den USA	9
03	Aktien Positive Jahresendsaisonalität wahrscheinlich	14
04	Anleihen Im Dezember zwischen Pause und Senkung	20
05	Rohstoffe Öl bis auf weiteres seitwärts, Gold mit Konsolidierung, Industriemetalle leicht schwächer	25
06	Währungen Derzeit spricht einiges für den US-Dollar	28

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

01

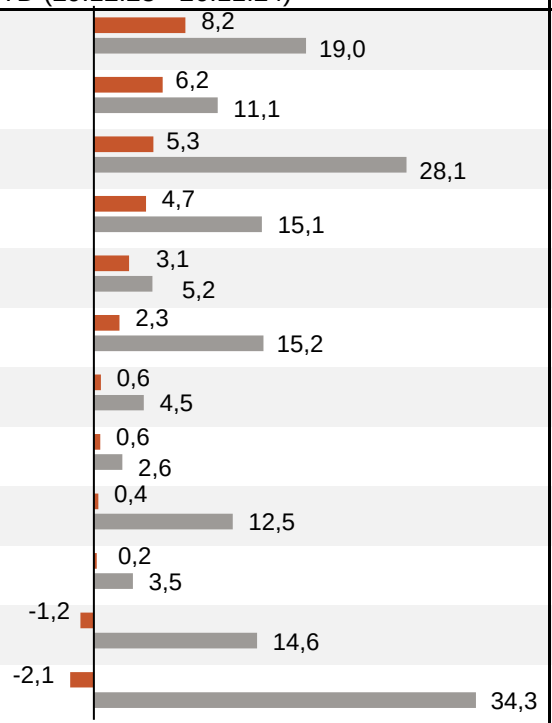
Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

Kapitalmarkt kompakt
Rückblick

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

Gesamtrendite der Anlageklassen in den letzten 4 Wochen, seit Jahresanfang und über 5 Jahre (%, EUR)



	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)	12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
		26.11.23 26.11.24	26.11.22 26.11.23	26.11.21 26.11.22	26.11.20 26.11.21	26.11.19 26.11.20
Globale Wandelanleihen	8,2 / 19,0	25,4	-2,7	-15,7	15,5	31,7
Brent	6,2 / 11,1	5,9	0,9	62,9	70,5	-37,3
Aktien Industrienationen	5,3 / 28,1	33,3	7,8	-4,7	29,2	6,1
REITs	4,7 / 15,1	25,9	-11,5	-12,4	31,8	-15,4
USD/EUR-Wechselkurs	3,1 / 5,2	4,3	-5,0	8,9	5,2	-7,5
Aktien Frontier Markets	2,3 / 15,2	17,6	4,2	-21,0	32,1	-5,8
EUR Unternehmensanleihen	0,6 / 4,5	8,6	2,5	-12,9	-1,0	2,5
EUR Staatsanleihen	0,6 / 2,6	6,0	0,0	-10,4	-0,8	1,6
Industriemetalle	0,4 / 12,5	15,1	-10,8	5,6	32,8	6,0
Euro-Übernachteinlage	0,2 / 3,5	3,9	3,0	-0,2	-0,6	-0,5
Aktien Emerging Markets	-1,2 / 14,6	18,6	1,7	-14,0	7,0	11,0
Gold	-2,1 / 34,3	37,2	8,4	6,3	4,5	14,6

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

Quellen: Bloomberg, Berenberg
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

Zeitraum: 26.11.2019 – 26.11.2024

Kapitalmarkt kompakt
Ausblick nach Anlageklassen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft

- Europäische Zentralbank mit kleiner Zinssenkung im Dezember.
- Donald Trump ist zurück und droht mit Zöllen.
- Preisdruck im Dienstleistungssektor hemmt die Bank of England.

Aktien

- US-Wahlsieg von Trump löst US-Aktienrallye aus. Sorgen um Handelskriege belasten europäische und asiatische Aktien.
- Q3-Gewinnwachstum der Stoxx 600 Unternehmen bei +5%, während Umsatzwachstum im Jahresvergleich schwächelt.
- Wir bleiben optimistisch Richtung Jahresende. Positive Jahresendsaisonalität, vor allem in den USA, wahrscheinlich.

Anleihen

- Starke US-Konjunktur und Trump-Wiederwahl stützen US-Renditen. Europa mit politischen und fiskalischen Unsicherheiten.
- Schwächere Konjunktur im Euroraum sowie die Aussicht auf US-Zölle lasten auf Unternehmensanleihen.
- Aufgrund der erhöhten Zinsvolatilität belassen wir die Duration auf Gesamtanleiheebene weiterhin auf neutral.

Alternative Investments / Rohstoffe

- Das Angebot an Rohöl bleibt reichlich, eine massive Erhöhung der US-Produktion unter Trump aber unwahrscheinlich.
- Trotz eines temporären Rücksetzers bleibt Gold durch fundamentale Treiber weiter unterstützt.
- Kurzfristig bedarf es bei Industriemetallen einer wirtschaftlichen Erholung in der Industrie. Mittelfristige Treiber bleiben intakt.

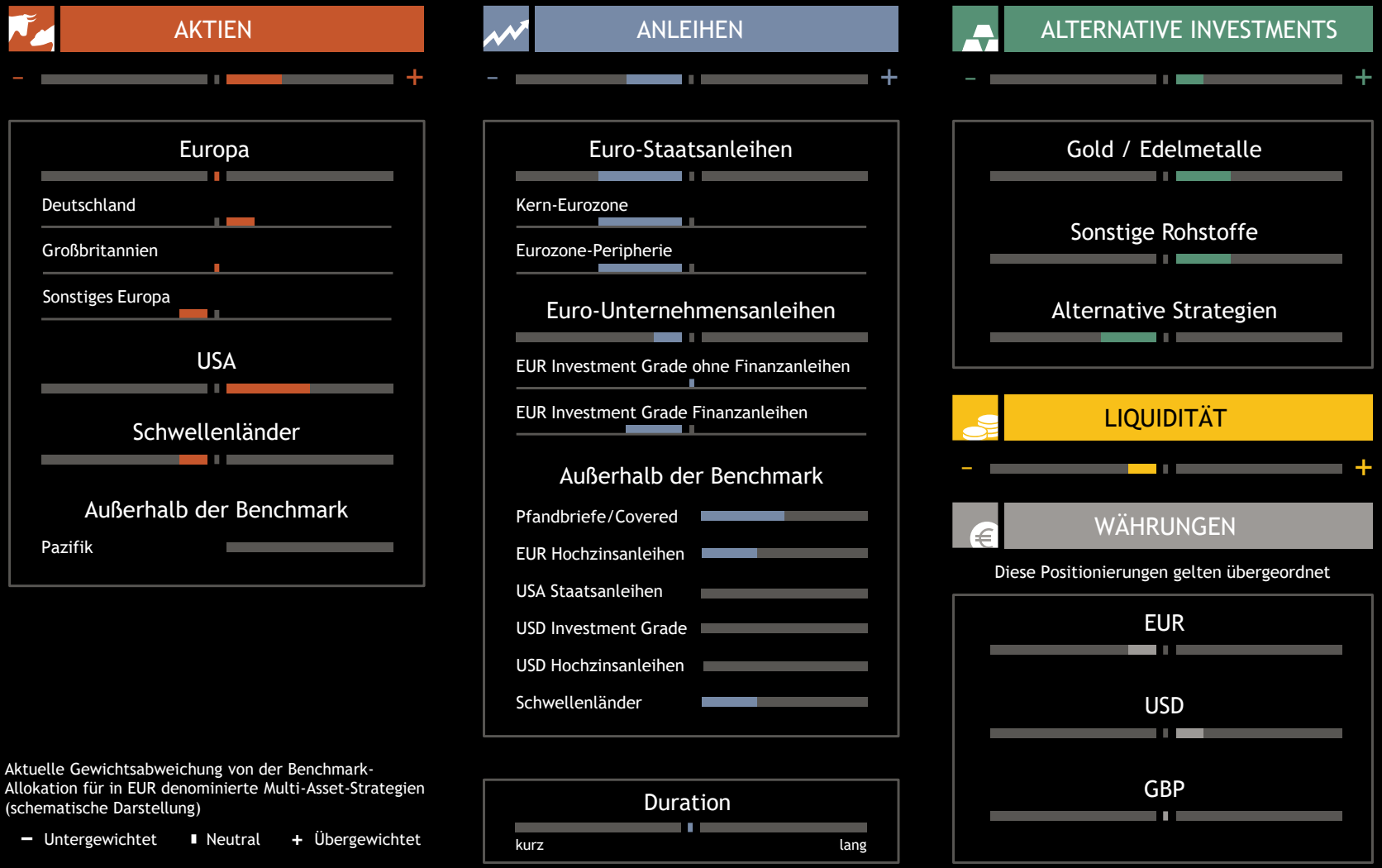
Währungen

- Kurz- und mittelfristig spricht so einiges für den US-Dollar.
- Die schwachen Konjunkturdaten und der Ukrainekrieg belasten hingegen den Euro.
- Der starke Franken bereitet der Schweizerische Nationalbank Sorgen.

Berenberg Asset-Allokation kompakt
Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Aktuelle Gewichtsabweichung von der Benchmark-Allokation für in EUR denominierte Multi-Asset-Strategien (schematische Darstellung)

– Untergewichtet ▮ Neutral + Übergewichtet

Quelle: Berenberg

Darstellung per 26.11.2024

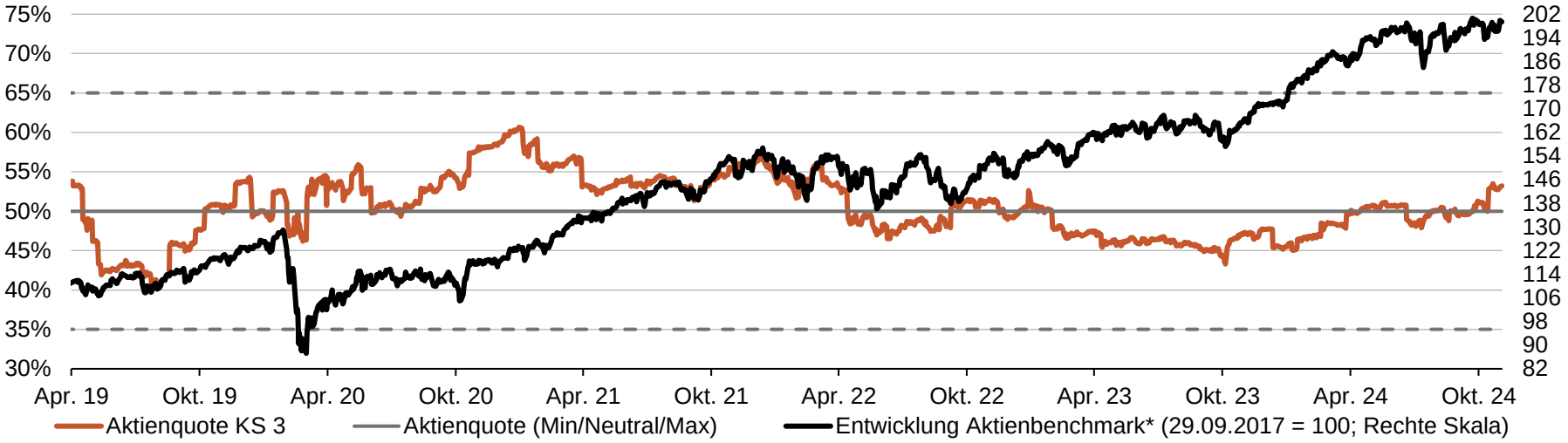
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage

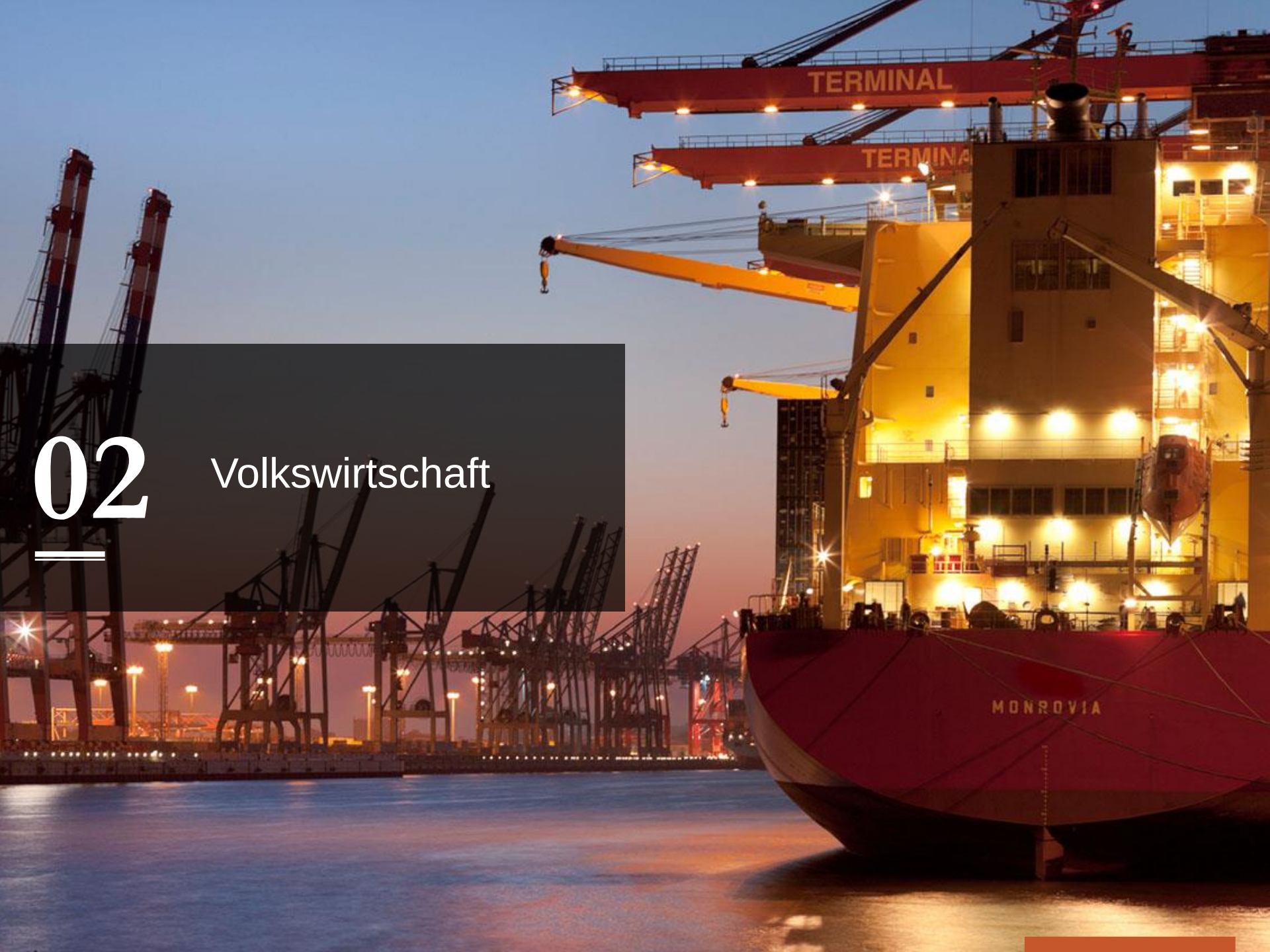
Performance Aktienbenchmark	25.11.19 - 25.11.20	25.11.20 - 25.11.21	25.11.21 - 25.11.22	25.11.22 - 25.11.23	25.11.23 - 25.11.24
	-1,52%	29,04%	0,24%	8,74%	19,40%



Zeitraum: 25.11.2019 – 25.11.2024

Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg *„Aktienbenchmark“ setzte sich bis 30.09.2024 aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Ab dem 01.10.2024 setzt sich die Aktienbenchmark aus 60% STOXX Europe NR Index, 34% S&P 500 NR Index und 6% MSCI EM NR Index zusammen.
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Unsere Erhöhung der Aktienquote auf ein Übergewicht sowie die Fokussierung auf US-Aktien und insbesondere die taktische Beimischung eines US-Midcap-ETFs haben sich ausgezahlt. Seit dem Wahlsieg von Donald Trump hat sich der Abstand zwischen US-Aktien und dem Rest der Welt aufgrund seiner „America First“-Agenda und der Zollängste weiter vergrößert. Unterstützung kam auch von der Währungsseite. Der US-Dollar wertete gegenüber dem Euro seit Ende September in der Spitze um rund 7% auf.
- Zuletzt haben wir die Schwäche des Goldes seit Trumps Wahlsieg genutzt, um unsere Übergewichtung in Gold weiter auszubauen. Zum einen kaufen die Zentralbanken weiterhin fleißig Gold, um sich von US-Staatsanleihen unabhängiger zu machen, was das Edelmetall stützen sollte. Zum anderen dürfte mit Trumps Politik (Zölle, weniger Migration, höhere Staatsverschuldung) die politische Unsicherheit steigen und die Inflationsgefahr in den USA wieder zunehmen. In diesem Umfeld dürften Sachwerte und besonders Gold weiterhin gefragt bleiben.



02 Volkswirtschaft

Eurozone
Konjunktur- und Preisentwicklung

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

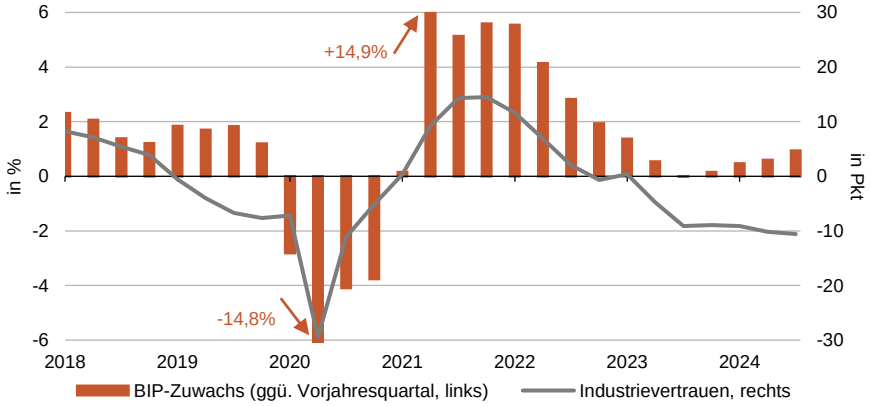
Wachstum in Q3 solide, Frühindikatoren aber schwach

- Unterstützt durch starke Konsumausgaben in Spanien, einen Olympia-Schub in Frankreich und einen Anstieg des privaten und öffentlichen Verbrauchs in Deutschland beschleunigte sich das BIP-Wachstum in der Eurozone in Q3 auf 0,4 % gegenüber dem Vorquartal.
- Allerdings deuten die konjunkturellen Frühindikatoren derzeit auf eine nachlassende Wachstumsdynamik hin. Im Jahr 2025 dürften jedoch die Leitzinssenkungen der EZB und steigende Reallöhne der Wirtschaft im Euroraum etwas Rückenwind verleihen. Ein Risiko besteht darin, dass Trump nach seinem Amtsantritt die Zölle auch auf europäische Produkte erhöhen könnte.

Kleiner Zinsschritt im Dezember

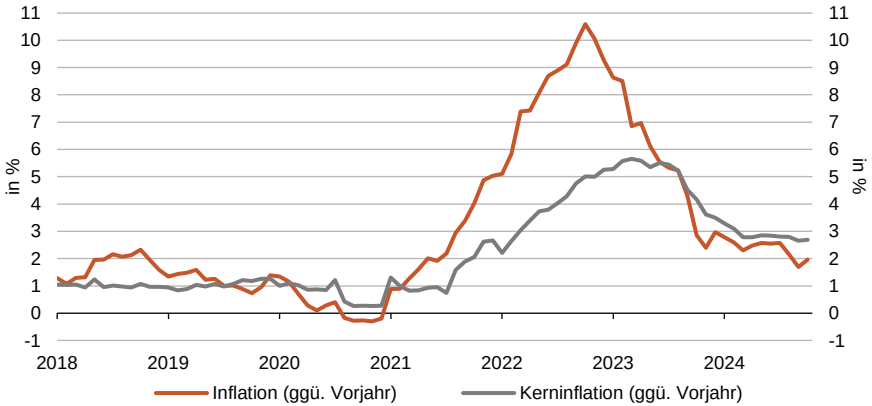
- Die Inflation im Euroraum lag im Oktober bei 2,0 % gegenüber dem Vorjahr und damit deutlich über dem Septemberwert von 1,7 %. Die Kerninflationsrate bewegte sich seitwärts auf einem für die EZB zu hohem Niveau von 2,7 %.
- Die hartnäckige Kerninflation und das unerwartet starke Wachstum in der Eurozone in Q3 dürften die EZB dazu veranlassen, den Leitzins auf ihrer nächsten Sitzung am 12. Dezember nur um 25 Bp zu senken. In Q1 2025 rechnen wir dann mit zwei weiteren Zinsschritten in gleicher Höhe, so dass der Einlagesatz dann bei 2,5 % liegen wird.

Sehr langsame Konjunkturerholung



Quelle: Haver Zeitraum: 01/2018 – 09/2024

Kaum Fortschritte bei der Kerninflation



Quelle: Haver Zeitraum: 01/2018 – 10/2024

Großbritannien
Konjunktur- und Preisentwicklung

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

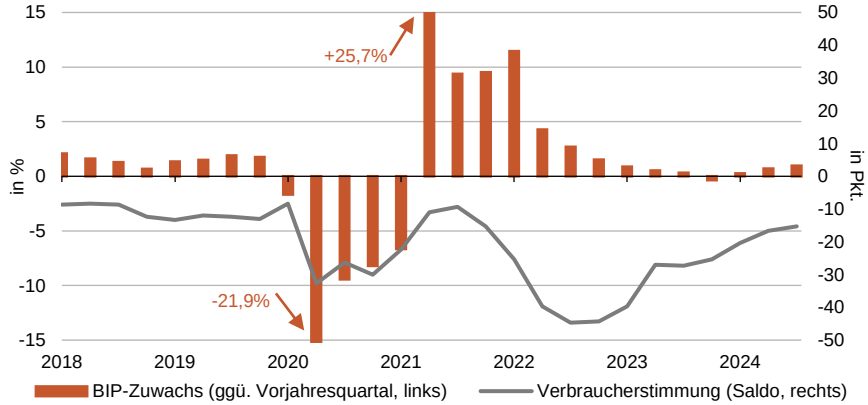
Wachstum im dritten Quartal enttäuscht

- Die britische Wirtschaft ist im September überraschend geschrumpft und im dritten Quartal nur noch um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Für das Gesamtjahr rechnen wir mit einem moderaten BIP-Wachstum von 0,9 %.
- Im kommenden Jahr dürfte die britische Wirtschaft wieder etwas an Schwung gewinnen. Positiv dürften sich sinkende Zinsen und eine rückläufige Inflation auswirken. Zudem hat die neue Regierung in ihrem ersten Haushaltsentwurf eine deutliche Erhöhung der Staatsausgaben angekündigt. Für 2025 rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 1,6 %.

Preisdruck im Dienstleistungssektor hemmt die BoE

- Die Inflationsrate stieg im Oktober im Jahresvergleich von 1,7 % auf 2,3 %. Dieser Anstieg ist vor allem auf Basiseffekte bei den Energiepreisen zurückzuführen. Der anhaltend hohe Preisdruck im Dienstleistungssektor dürfte die BoE jedoch davon abhalten, den Leitzins auf ihrer nächsten Sitzung am 19. Dezember erneut zu senken.
- Für 2025 rechnen wir mit einem langsamen Voranschreiten bei der geldpolitischen Lockerung. Für die ersten beiden Quartale 2025 erwarten wir Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte, so dass der Leitzins bis zum Sommer 2025 auf 4,25 % sinken dürfte.

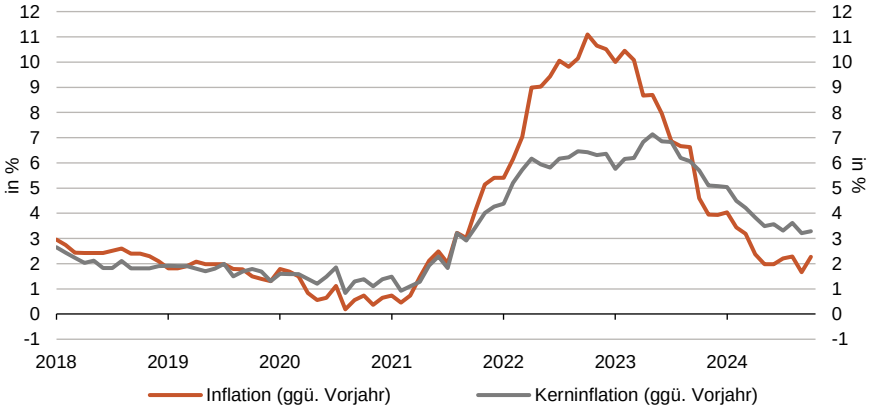
Konsumentenstimmung hellt sich langsam auf



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 09/2024

Dienstleistungssektor hält Kerninflation hoch



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 10/2024

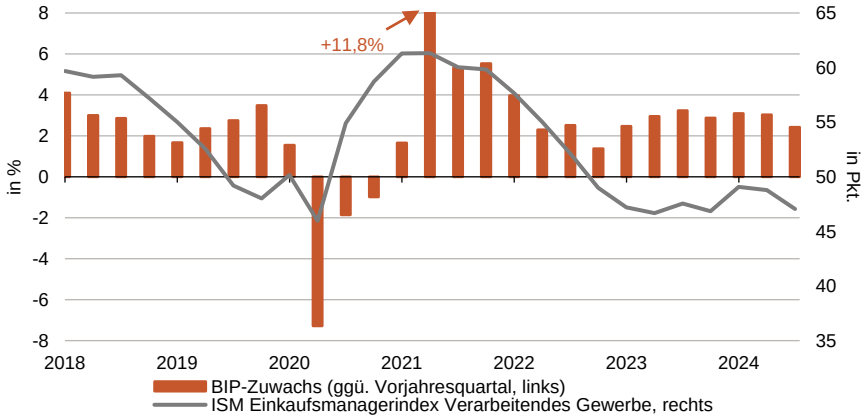
USA
Konjunktur- und Preisentwicklung

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Trump ist zurück

- Die US-Wirtschaft hat kaum an Schwung verloren und ist im dritten Quartal auf das Jahr hochgerechnet erneut um 0,8 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Gestützt wurde die Konjunktur durch einen soliden privaten Konsum, die Exporte und die staatlichen Ausgaben.
- Derzeit sieht es nach einer sehr sanften Landung für die US-Wirtschaft aus. Und der wiedergewählte Ex-Präsident Trump könnte im kommenden Jahr sogar weitere Wachstumsimpulse freisetzen. Denn im Wahlkampf hatte er Steuersenkungen und Deregulierungen versprochen. Mittelfristig könnten aber die ebenfalls angekündigte Verschärfung der Einwanderungspolitik und Zölle das Trendwachstum in den USA schwächen.

Starkes Wachstum…

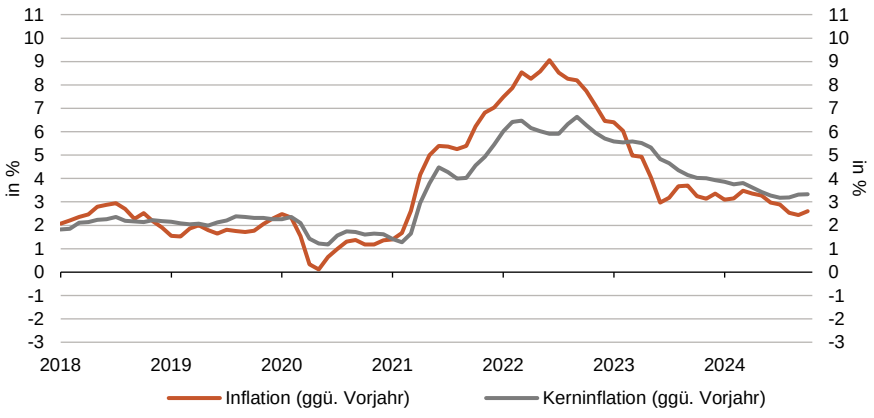


Quelle: Haver Zeitraum: 01/2018 – 09/2024

An Weihnachten möglicherweise eine Zinspause

- Die Fed hat im November der Leitzins zum zweiten Mal gesenkt. Nach dem großen Zinsschritt in Höhe von 50 Bp im September, wurde diesmal die Leitzinsspanne nur um 25 Bp auf 4,5 % bis 4,75 % gesenkt.
- Angesichts des sehr robusten Wirtschaftswachstums und der unerwartet hartnäckigen Kerninflation dürfte die Fed auf ihrer nächsten Sitzung am 18. Dezember eine Pause einlegen. Die Geschwindigkeit und das Ausmaß künftiger Zinssenkungen dürften stark von der neuen Regierung abhängen. Eine höhere Inflation aufgrund von Zöllen und einer strengeren Einwanderungspolitik könnte die Fed dazu zwingen, den Zinssenkungszyklus früher zu beenden.

... und hartnäckige Kerninflation hemmen die Fed



Quelle: Haver Zeitraum: 01/2018 – 10/2024

Prognosen
Wichtigste Einschätzungen im Überblick

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.11.2024
* 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

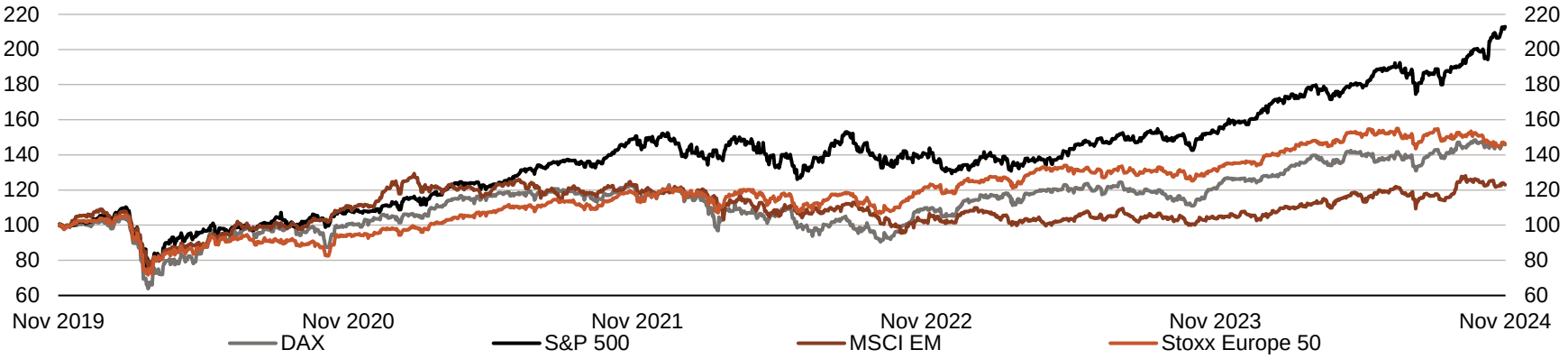
Marktentwicklung
Positive Jahresendsaisonalität wahrscheinlich

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Trump-Wahl beflügelte US-Aktienkurse im November

- Der Wahlsieg von Donald Trump löste in der ersten Novemberwoche eine große Rallye bei risikobehafteten Anlagen aus, mit einer Outperformance in US-Aktiensektoren wie Banken (vereinfachtes regulatorisches Umfeld, Fusionen und Übernahmen), Maschinenbau (Reshoring), und Kryptowährungen (Trump gilt als eher kryptofreundlich). Laut Goldman Sachs dürfte die von Trump vorgeschlagene Senkung der Unternehmenssteuern von 21 % auf 15 % die Gewinne des S&P 500 um ~4 % steigern. Die Beseitigung der Wahlunsicherheit und der Rückgang der Volatilität, die damit verbundenen Käufe der systematischen Strategien sowie die günstige Saisonalität und das Ende der Buyback-Blackout-Periode (UBS schätzte die Unternehmenskäufe bis Jahresende auf 25-50 Mrd. USD) unterstützten ebenfalls die Aktienmärkte.
- Andere Aktienregionen wie Europa hatten hingegen das Nachsehen. Neben enttäuschenden Konjunkturdaten belasteten auch Ängste um neue Handelskriege vor allem Exportunternehmen.
- Wir bleiben optimistisch Richtung Jahresende und halten eine positive Jahresendsaisonalität, vor allem in den USA, für wahrscheinlich.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 26.11.2019 – 26.11.2024

Unternehmensgewinne
Q3-Berichtssaison nähert sich dem Ende

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

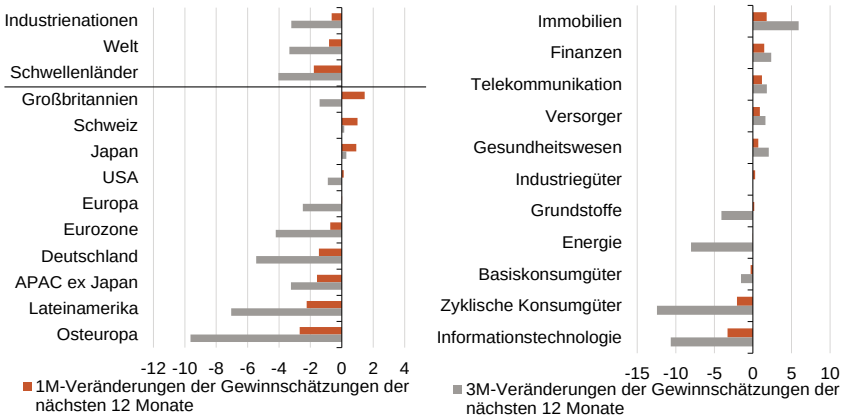
Q3-Berichte: Finanzsektor treibt, Zykliker bremsen

- Die Q3-Berichtssaison der europäischen Unternehmen ist fast abgeschlossen. Die Ergebnisse zeigen ein gemischtes Bild: Während Finanzunternehmen wie Banken ein starkes Gewinnwachstum verzeichneten, enttäuschten Immobilien, Automobil- und Industrieunternehmen auf der Gewinnseite.
- Insgesamt lag das Gewinnwachstum (EPS) in Europa im Jahresvergleich bei rund +5%, ohne den Finanzsektor jedoch nur bei -7%, wobei Energie und zyklische Konsumgüter (vor allem Autos und Luxusgüter) die größten Bremsfaktoren waren. Die Umsatzzahlen bleiben jedoch schwach: Nur 41% der Unternehmen übertrafen die Erwartungen, was deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt von 53% liegt.

Höheres Gewinnwachstum für 2025 erwartet

- Für 2025 erwartet der Konsens ein stärkeres Gewinnwachstum für die Industrienationen, unterstützt durch die Zinssenkungen der Zentralbanken und einer soliden Konjunktur in vielen Regionen dieser Welt. Es wird mit einem Gewinnwachstum von rund 13 % gerechnet, das durch ein breites Wachstum in mehreren Sektoren gestützt wird.
- Deregulierungsmaßnahmen und Steuersenkungen dürften in den USA für Rückenwind bei den Gewinnen sorgen. Herausforderungen wie mögliche Handelszölle und politische Unsicherheiten im Zusammenhang mit Trump als neuem US-Präsidenten könnten jedoch das Wachstum teilweise bremsen.

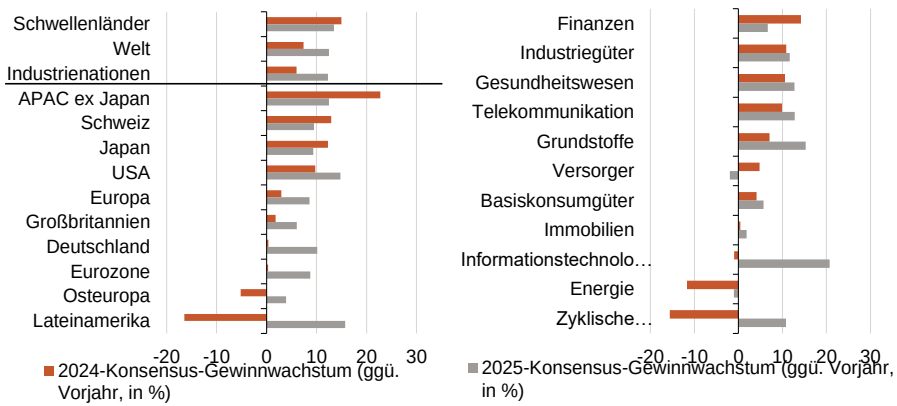
Negative Gewinnrevisionen dominieren



Quelle: FactSet

Stand: 26.11.2024

Positive Gewinnwachstumsaussichten für 2025



Quelle: Bloomberg

Stand: 26.11.2024

Performance und Bewertung

Bewertungsausweitung bei US-Aktien

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

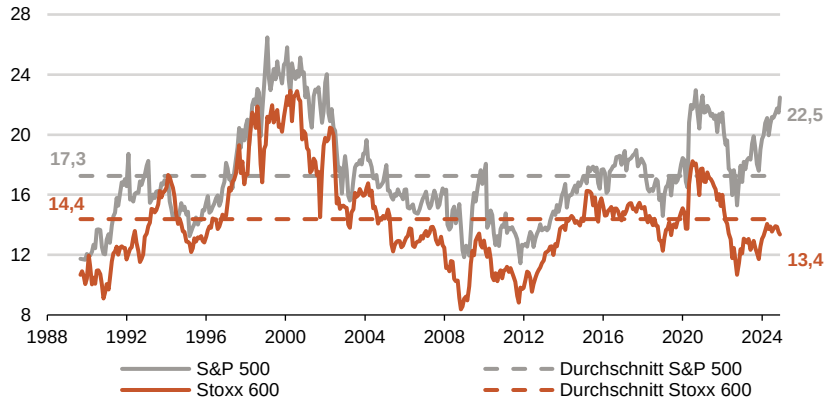
Neues Bewertungshoch dieses Jahr bei US-Aktien

- Die KGV-Bewertung für US-Aktien auf Sicht der nächsten zwölf Monate hat sich im November erneut ausgeweitet und zuletzt sogar ein neues Bewertungshoch für dieses Jahr erreicht. Der S&P 500 notiert aktuell bei einem KGV von 22,5 und damit deutlich über dem historischen Durchschnitt seit 1988. Der Stoxx Europa 600 hingegen bleibt insbesondere nach der erneuten Bewertungseinengung im November historisch günstig bewertet.
- Mit dem Ende der Q3-Berichtssaison dürfte sich der Anlegerfokus nun wieder verstärkt auf die konjunkturelle Entwicklung richten.

Europäische Aktien litten unter Trump-Wahl

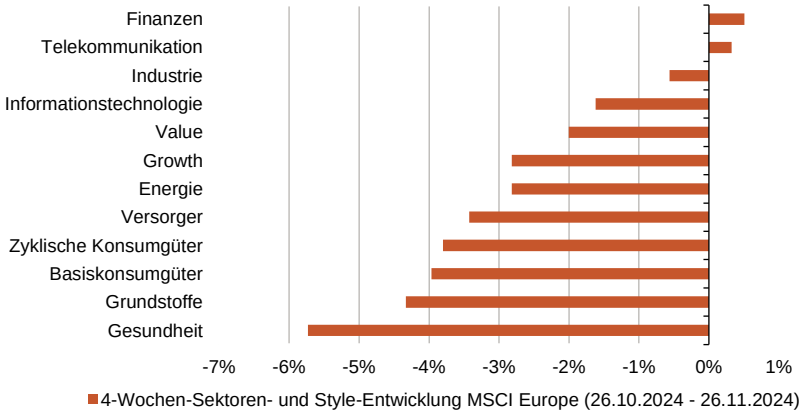
- Europäische Aktien tendierten im November schwächer. Schwache Wachstumsprognosen sowie der Wahlsieg von Donald Trump und die Angst vor Zöllen für Europa sowie mögliche Handelskriege mit wichtigen Absatzmärkten wie China belasteten die Region. Seit dem Wahlsieg von Trump am 6. November verlor der Euro Stoxx 50 knapp 4,4 %.
- In Europa litten vor allem defensive Sektoren wie Gesundheit, Grundstoffe und Basiskonsumgüter in den letzten vier Wochen.

Höchste Bewertungsdifferenz zwischen USA und Europa



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.1988 – 26.11.2024

Defensive Sektoren in Europa unter Druck

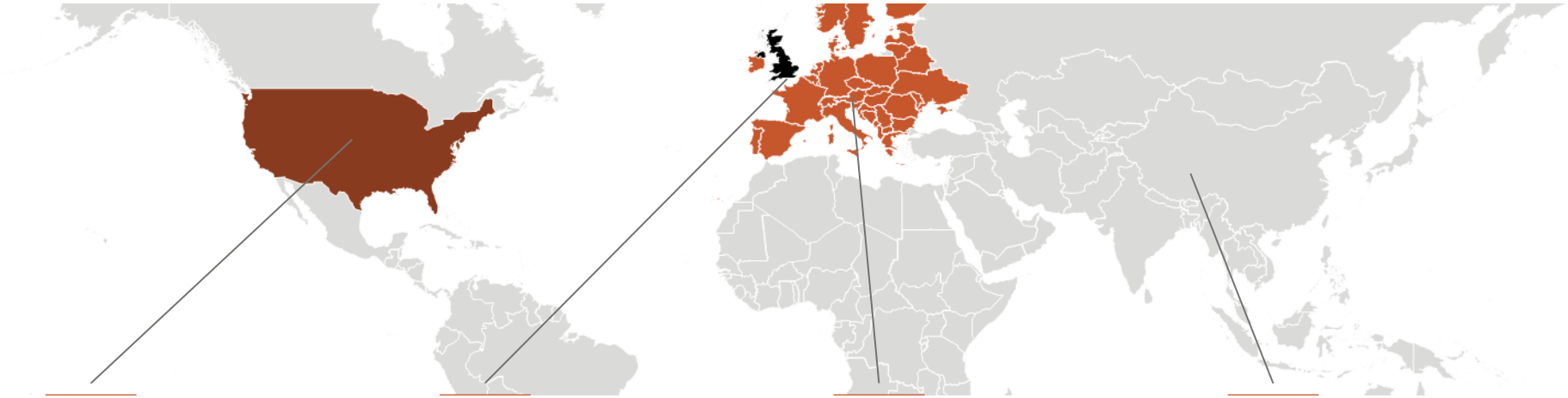


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 26.10.2024-26.11.2024

Aktien Allokation

Optimistisch für Aktien Richtung Jahresende

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Übergewichtet

- Die starke Gewichtung der US-Mega Caps und die weiterhin hohe Bewertung der US-Aktien machen die Region im Vergleich zu günstigeren Regionen wie Europa oder den Schwellenländern weniger attraktiv. Andererseits ist die US-Wirtschaft weiterhin robust. Wir bleiben optimistisch Richtung Jahresende und bevorzugen mit Blick auf eine wahrscheinlich positive Jahresendsaisonalität ein Übergewicht in US-Aktien mit Fokus auf die attraktiver bewerteten Mid und Small Caps.

Großbritannien

Neutral

- 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 übergewichtet

- Europäische Unternehmen weisen trotz der guten Entwicklung seit Jahresanfang keine hohe Bewertung auf. Die schwächeren Wachstumsaussichten erscheinen somit größtenteils in den Preisen reflektiert. Sollte sich die Konjunktur erholen, besteht deutliches Aufholpotenzial. Die Trump-Politik bleibt ein Risiko.
- Wir sind in Europa ex UK leicht übergewichtet. Wir sehen Chancen insbesondere in europäischen Nebenwerten.

Schwellenländer

Untergewichtet

- Angesichts der Unsicherheit über die Folgen der Trump-Politik und der damit verbundenen möglichen Handelskriege fühlen wir uns mit einer Untergewichtung in Schwellenländeraktien wohl.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Indexprognosen	Aktuell 27.11.2024	30.06.2025	31.12.2025	Ø* in 12 Monaten
S&P 500	5.999	6.200	6.500	6.548
DAX	19.262	20.000	21.000	22.541
Euro Stoxx 50	4.733	5.000	5.300	5.606
MSCI Großbritannien	2.362	2.450	2.600	2.709

Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	3,4	8,4	9,2
DAX	-	3,8	9,0	17,0
Euro Stoxx 50	-	5,6	12,0	18,4
MSCI Großbritannien	-	3,7	10,1	14,7

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.11.2024
*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen

Staatsanleihen

Fed: Im Dezember zwischen Pause und Senkung

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

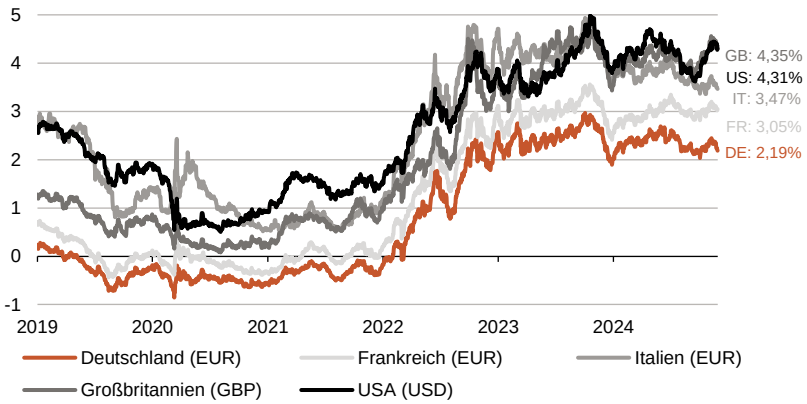
US-Konjunktur und Trump-Wiederwahl stützen Renditen

- Nach ihrer planmäßigen Sitzung im November senkte die Fed den Leitzins wie von den Marktteilnehmern erwartet um 25 Basispunkte. In seiner Rede gab Fed-Chef Powell zwar keine konkrete Prognose für den Zinsentscheid im Dezember ab, räumte aber ein, dass die Stärke der Wirtschaft zuletzt positiv überrascht habe und die Kerninflation etwas hartnäckiger sei als im September prognostiziert.
- Die neue Amtszeit von Donald Trump und die damit verbundene Neuausrichtung der Wirtschafts- und Handelspolitik bergen für die USA erhöhte Inflationsrisiken, die neben der starken US-Wirtschaft die Fed zu einer Pause im Zinssenkungszyklus veranlassen könnten.

Politische und fiskalische Unsicherheiten in Europa

- Auf der anderen Seite des Atlantiks zeigen die Wirtschaftsdaten zuletzt ein negatives Momentum, wobei die Konjunkturüberraschungen in der Eurozone zuletzt wieder ins Negative gedreht haben, was den Fall für weitere Zinssenkungen durch die EZB unterstützt.
- Neben der schwachen Konjunktur wird die Eurozone weiterhin von politischen Unsicherheiten heimgesucht. Während in Deutschland nach dem Zusammenbruch der Ampelkoalition auf die Neuwahlen im Februar gewartet wird, dauern in Frankreich die Diskussionen im Parlament über den Haushalt und damit die Streitigkeiten innerhalb der Regierung an. Der OAT-Bund-Spread erreichte zuletzt den höchsten Stand seit 2012.

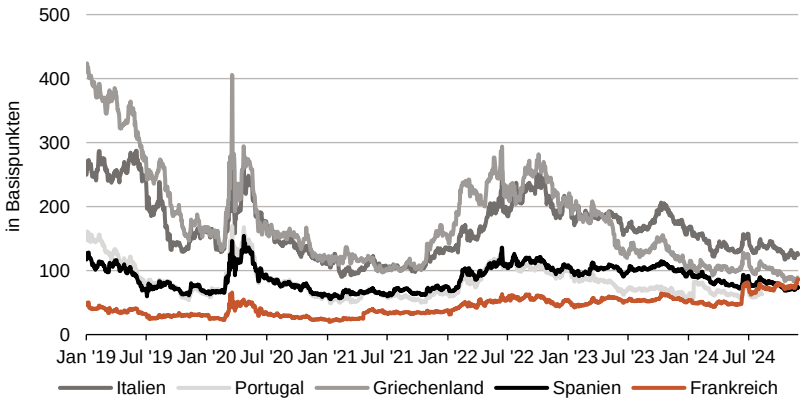
10-jährige Renditen (%) zuletzt volatil



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2019–26.11.2024

Frankreich-Risikoprämie zuletzt auf höherem Niveau



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

Zeitraum: 01.01.2019 – 27.11.2024

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Europa und Schwellenländer rüsten sich für Trump

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

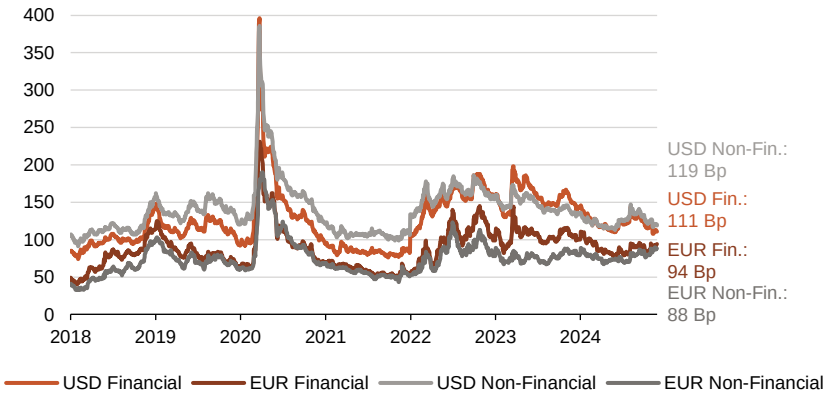
Unternehmensanleihen: Spreads zittern vor Trump

- Die Risikoaufschläge von IG- sowie Hochzins-unternehmensanleihen weiteten sich im November leicht aus. Neben der schwächeren Konjunktur im Euroraum stellt die Aussicht auf US-Zölle auf europäische Waren und damit ein potenzieller Handelskrieg zwischen den beiden Seiten des Atlantiks ein erhebliches Risiko dar, was uns zur Vorsicht mahnt.
- Die relative Attraktivität des Risiko-Ertrags-Verhältnisses bei den aktuellen Bewertungen im Vergleich zu sichereren Staatsanleihen, insbesondere im IG-Bereich der Unternehmensanleihen, hat sich zuletzt sukzessive verschlechtert, während wir im Bereich der Hochzinsanleihen derzeit vereinzelt interessante Opportunitäten sehen.

Schwellenländeranleihen: Handelskriege drohen

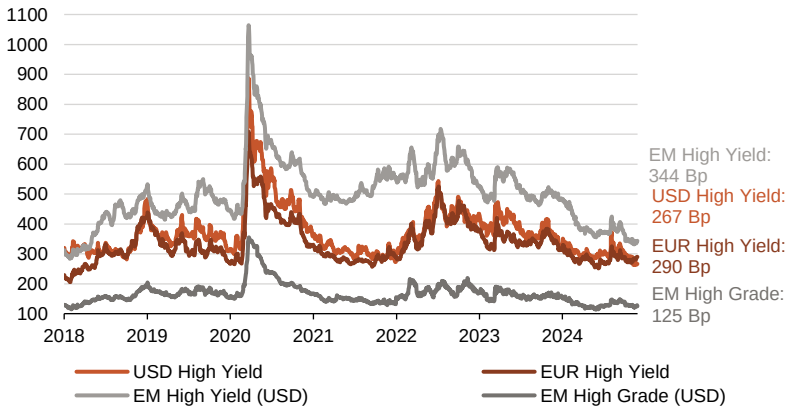
- Die bevorstehende Amtszeit von Donald Trump und die damit verbundenen Risiken der Einführung von Zöllen, Handelsbe-schränkungen und einer generellen Überprüfung der Beziehun-gen zu den Schwellenländern bleiben ein großes Risiko für die Schwellenländer. Die Risikoaufschläge von Unternehmens-anleihen reagierten am stärksten auf die Wiederwahl von Donald Trump und weiteten sich im November leicht aus.
- Die Robustheit der US-Wirtschaft sowie die angekündigten geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen in China schaffen jedoch ein positives makroökonomisches Umfeld für EM-Anleihen. Die robusten Fundamentaldaten und die über-schaubaren Verschuldungsquoten dürften dem Aufwärtstrend der EM-Risikoprämien entgegenwirken.

Unternehmensanleihen: Spreads zuletzt leicht ausgeweitet



Quelle: FactSet, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2018 – 26.11.2024

EM-Risikoaufschläge zuletzt leicht steigend



Quelle: FactSet, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2018 – 26.11.2024

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, wenngleich die Attraktivität aufgrund engerer Swap Spreads abgenommen hat.

Unternehmensanleihen
Untergewichten

- Das Risiko-Ertrags-Verhältnis hat sich mit den aktuellen Bewertungen im Vergleich zu sichereren Staatsanleihen, insbesondere im IG-Bereich der Unternehmensanleihen, zuletzt sukzessive verschlechtert. Im Bereich der Hochzinsanleihen sehen wir derzeit noch selektiv Opportunitäten. Bei der Sektorauswahl konzentrieren wir uns auf defensive Industrien und meiden zyklische.

Weitere Segmente

Schwellenländeranleihen
Übergewichten

- Anleihen in Lokalwährung bleiben aufgrund hoher Realrenditen, solider Fundamentaldaten in Verbindung mit einem anhaltenden Disinflationstrend in den Schwellenländern weiterhin attraktiv und bieten ein gutes Risiko-Ertrags-Verhältnis.
- Bei Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern präferieren wir Staatsanleihen gegenüber IG-Unternehmens-anleihen aufgrund höherer Renditen, längerer Duration sowie höherer Mittelzuflüssen.

Hochzinsanleihen
Übergewichten

- Das Hochzinsanleihen-Segment bleibt weiterhin für viele Investoren aufgrund der positiven Konjunkturaussichten und des hohen Carrys attraktiv. Die Risikoaufschläge sind zwar historisch niedrig, aber die durchschnittliche Qualität der Unternehmen im Segment ist auch besser als früher.
- Katastrophenanleihen sowie Hochzinsanleihefonds mit defensiverem Profil erachten wir weiter als attraktiv.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	26.11.2024	30.06.2025		31.12.2025	
	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,50-4,75	4,25-4,50	3,95	4,25-4,50	3,65
10J US-Rendite	4,31	4,70	4,15	4,90	4,10
Eurozone					
Leitzins	3,40	2,50	2,35	2,50	2,20
10J Bund-Rendite	2,19	2,50	2,25	2,60	2,30
Großbritannien					
Leitzins	4,75	4,25	4,10	4,25	3,65
10J Gilts-Rendite	4,35	4,60	4,06	4,70	3,91

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.11.2024
*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

05 Rohstoffe

Rohöl

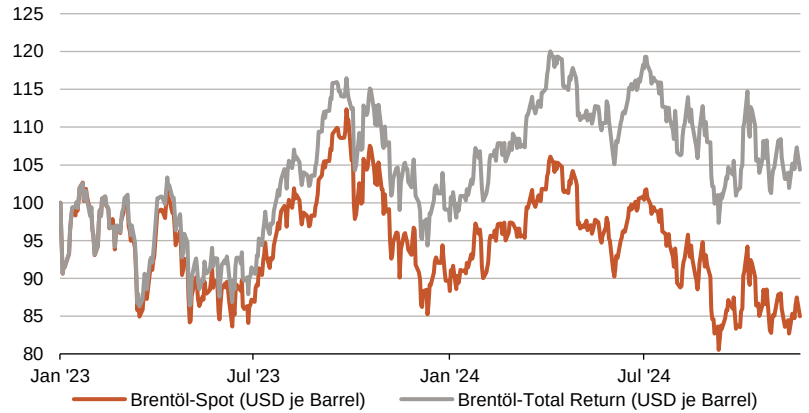
Bis auf weiteres seitwärts

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Das Angebot ist zwar reichlich, „Drill, baby, drill“ aber unwahrscheinlich

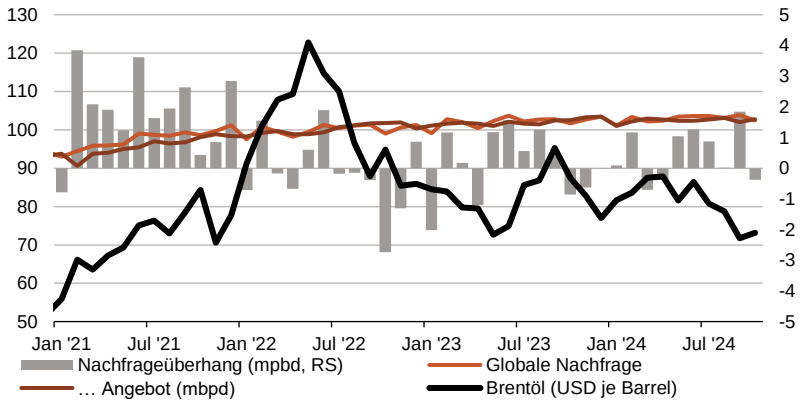
- Der Ölpreis setzte im vergangenen Monat seine Seitwärtsbewegung fort. Seit Jahresbeginn notiert die Sorte Brent mit knapp -5% leicht im Minus, dank der Backwardation der Terminkurve liegt der Total Return jedoch bei +7%. Anfang November verschob die OPEC+ erneut die geplanten Produktionssteigerungen von Dezember auf nun Januar. Der Wahlsieg von Donald Trump bei den US-Präsidentschaftswahlen hatte indes kaum Einfluss auf den Ölpreis. Die kurz darauf angekündigten Stimulierungsmaßnahmen Chinas sorgten hingegen für Enttäuschung an den Energiemärkten. Die letzten Wochen waren erneut von geopolitischen Entwicklungen geprägt. Zunächst sorgte die Eskalation im Russland-Ukraine-Krieg für Rückenwind, zuletzt ließ die Aussicht auf einen Waffenstillstand zwischen Israel und der Hisbollah den Ölpreis wieder sinken.
- Ein nachhaltig steigender Ölpreis in den nächsten Monaten erscheint weiter unwahrscheinlich. Das Angebot ist reichlich: die OPEC+ verfügt über hohe freie Kapazitäten, gleichzeitig planen Nicht-OPEC-Länder ihre Produktion weiter zu erhöhen. Für Aufwärtspotenzial bräuchte es daher entweder ein deutliches Nachfragewachstum in China oder eine geopolitische Eskalation. Ein deutlicher Preisverfall, wie ihn einige Anhänger Trumps postulieren, scheint jedoch ebenso unwahrscheinlich. Verlustreiche Produktionsausweitungen unter dem Motto „Drill, baby, drill“ scheinen der Vergangenheit anzugehören, heute gilt unter den US-Produzenten „Cash(flow) is king“. So dürfte der Ölpreis bis auf weiteres volatil seitwärts tendieren.

Öl-Investoren profitieren von Backwardation



Quelle: Bloomberg Zeitraum: 01.01.2023 – 25.11.2024

Ölmarkt nicht mehr im Angebotsdefizit



Quelle: Bloomberg, EIA eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2021 – 31.10.2024

Edel- und Industriemetalle

Gold mit Konsolidierung, Industriemetalle leicht schwächer

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

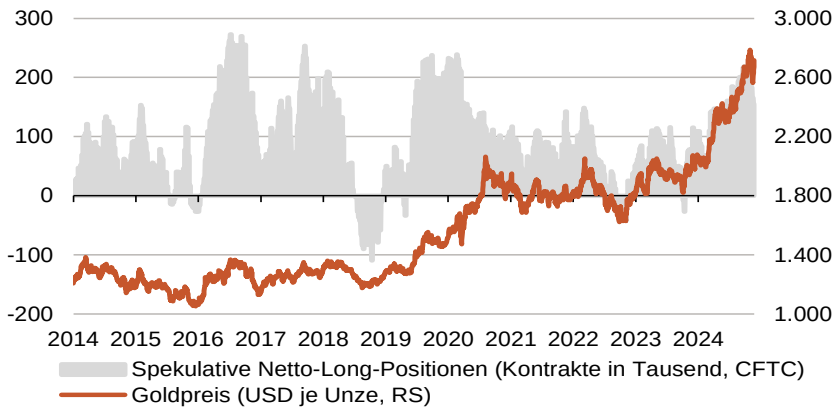
Gold trotz Rücksetzer weiterhin attraktiv

- Der Goldpreis verzeichnete seit seinem Hoch Ende Oktober zuletzt einen deutlicheren Rücksetzer. So fiel der Preis des Edelmetalls kurzzeitig um bis zu 8%. Grund hierfür war der Wahlsieg Donald Trumps, welcher zu einer deutlichen Aufwertung des Dollars, temporär steigenden Anleiherenditen und einem Risk-On Modus am Markt führte. Eine bis dahin sehr gute Wertentwicklung, geopolitische Entspannungen sowie eine ausgeprägte Positionierung machten das Edelmetall zudem anfällig für eine Konsolidierung.
- Fundamentale Treiber wie strukturell mehr Zentralbankkäufe, höhere Staatsverschuldungen, geopolitische Risiken sowie tendenziell sinkende Zentralbankzinsen dürften den Goldpreis im kommenden Jahr dennoch weiter unterstützen.

Industriemetalle bleiben strukturell unterstützt

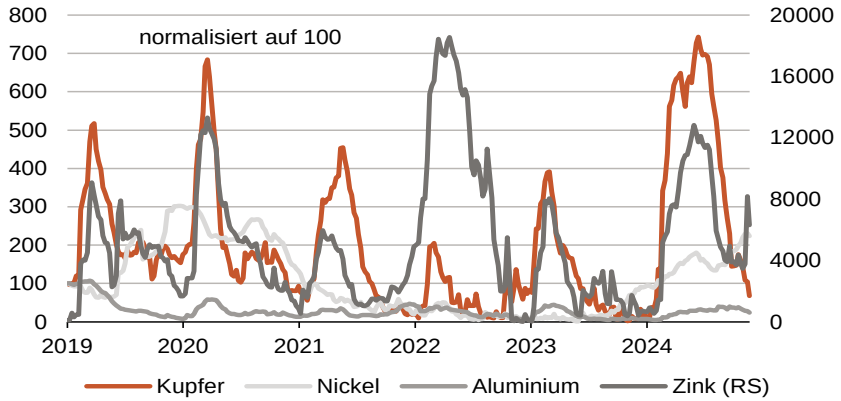
- Der Wahlsieg von Donald Trump ging auch an den Industriemetallen nicht spurlos vorbei. Insbesondere die angekündigten Zölle würden auf chinesischen Exporten lasten und zu einer Reduktion der Wirtschaftsaktivität führen. Dies dürfte negative Auswirkungen auf die Nachfrage nach Industriemetallen haben.
- Eine strukturelle Angebotsknappheit, die hohe Nachfrage aufgrund der Dekarbonisierung sowie eine wirtschaftliche Erholung begrenzen jedoch auch das Abwärtsrisiko.
- Kurzfristig bedarf es allerdings einer deutlichen Erholung des verarbeitenden Gewerbes, um die Preise für Industriemetalle spürbar anzutreiben.

Positionierung machte Gold anfällig für Rücksetzer



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2014 – 26.11.2024

Geringe Lagerbestände deuten auf knappes Angebot



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2019 – 26.11.2024

06 Währungen

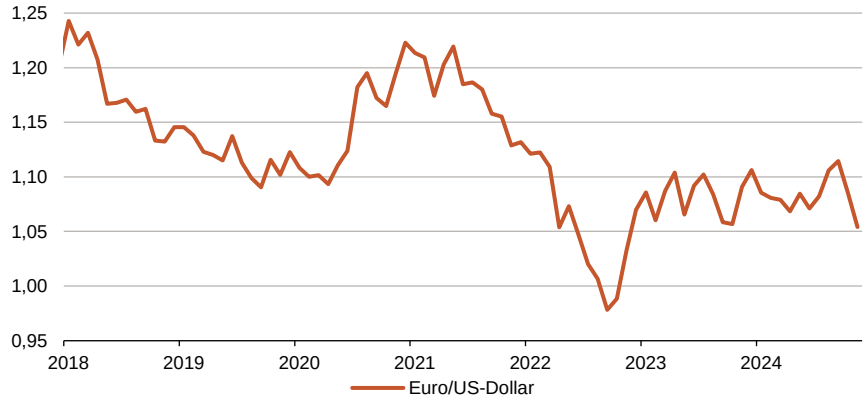
Marktentwicklung
Geld & Währung

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Trump verleiht dem Dollar Rückenwind

- Schwache Konjunkturdaten in der Eurozone, geopolitische Unsicherheiten und der Wahlsieg von Donald Trump haben den Dollar zuletzt gegenüber dem Euro aufwerten lassen. Unter dem neuen Präsidenten sind Deregulierungen und mögliche Steuersenkungen zu erwarten, was die US-Wirtschaft ankurbeln dürfte.
- Darüber hinaus dürften höhere Zölle und eine strengere Einwanderungspolitik zu einem Anstieg der Inflation und damit zu höheren Leitzinsen führen. Dadurch würde mehr Kapital in die USA fließen, was dem Greenback Rückenwind verleihen würde. Das spricht für einen stärkeren Dollar als zuletzt gedacht, derzeit ist der Markt aber eventuell etwas zu weit gelaufen.

Zuletzt sprach einiges für den US-Dollar

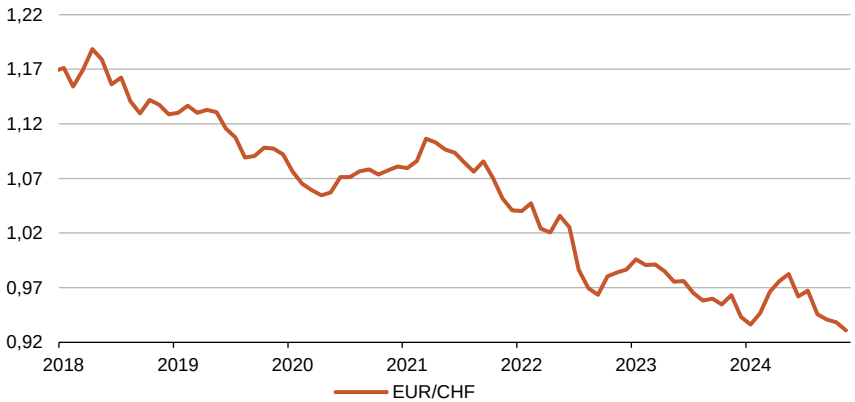


Quelle: Bloomberg Zeitraum: 01/2018 – 11/2024

Die Schweiz flirtet mit der Deflation

- Die geopolitischen Risiken führen zu einer anhaltenden Frankenstärke. Dadurch verbilligen sich die Schweizer Importe, was zusammen mit den sinkenden Energiepreisen dazu führt, dass die Schweiz in eine Deflation abzugleiten droht. Im Oktober sank die Inflationsrate erneut und erreichte mit 0,6 % gegenüber dem Vorjahr den tiefsten Stand seit Juli 2021.
- Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird mit weiteren Zinssenkungen gegensteuern. Da der Leitzins aber bereits bei 1 % liegt, ist der Spielraum begrenzt. Direkte Wechselkursinterventionen werden daher wahrscheinlicher.

Starker Franken bereitet der SNB Sorgen



Quelle: Bloomberg Zeitraum: 01/2018 – 11/2024

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	26.11.2024	30.06.2025		31.12.2025	
Wechselkursprognosen	**Aktuell**		**Ø***		**Ø***
EUR/USD	1,05	1,08	1,05	1,08	1,06
EUR/GBP	0,83	0,84	0,83	0,84	0,83
EUR/CHF	0,93	0,95	0,94	0,96	0,96
EUR/JPY	161	157	158	151	155
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-2,9	-0,1	-2,9	-1,0
GBP	-	-0,7	0,5	-0,7	0,5
CHF	-	-2,1	-1,1	-3,1	-3,1
JPY	-	2,3	1,6	6,3	3,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.11.2024
*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

Impressum

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
Chefstratege 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

Mirko Schmidt
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Felix Schmidt
Leitender Volkswirt

Kontakt

www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de