



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Januar | 2025

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

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Kurzfristig optimistisch, mittelfristig wohl mehr Volatilität	4
02	Volkswirtschaft USA hängen Europa wirtschaftlich weiter ab	9
03	Aktien 2025 mit weniger Aufwind, aber gesunder Marktbreite	14
04	Anleihen Zunehmend weniger Zinssenkungen erwartet	20
05	Rohstoffe Öl Angebotsüberhang voraus, Gold mit weiterem Potenzial, Strukturelle Treiber stützen Industriemetalle	25
06	Währungen Politik löst die Zentralbanken als Kurstreiber ab	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 (19.11.24 - 17.12.24)	■ YTD (29.12.23 - 17.12.24)	17.12.23	17.12.22	17.12.21	17.12.20	17.12.19
Aktien Industrienationen	2,8	28,5	28,5	18,5	-10,4	29,5	5,8
Aktien Frontier Markets	2,3	16,7	17,0	4,3	-18,6	30,6	-7,2
Globale Wandelanleihen	1,9	18,0	17,4	6,4	-14,7	6,5	36,6
Gold	1,5	35,0	36,1	9,4	5,9	4,1	16,1
Brent	1,2	12,4	11,4	3,7	47,2	71,1	-37,2
USD/EUR-Wechselkurs	1,0	5,2	3,9	-2,8	6,1	9,2	-9,1
EUR Unternehmensanleihen	0,9	5,0	5,5	6,4	-13,7	-0,4	2,4
EUR Staatsanleihen	0,7	2,8	3,2	4,1	-11,4	-0,9	1,8
Aktien Emerging Markets	0,7	15,1	16,2	4,3	-13,9	6,2	7,4
Euro-Übernachteinlage	0,2	3,7	3,8	3,2	-0,1	-0,6	-0,5
Industriemetalle	-0,5	10,5	11,5	-12,0	5,9	31,7	10,0
REITs	-2,8	8,1	7,8	2,2	-19,8	39,3	-12,9

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

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- EZB zwischen Wachstumssorgen und anhaltendem Inflationsdruck.
- Ultra-sanfte Landung in den USA gefolgt von Trump-Boost.
- Erholung mit Unterbrechung in Großbritannien.

Aktien



- US-Aktien haben 2024 deutlich besser abgeschnitten, aber diese Divergenz wird sich 2025 voraussichtlich nicht wiederholen.
- 2025 mit stärkerer M&A-Aktivität. Europäische Nebenwerte aufgrund schwachem Euro und niedriger Bewertung im Fokus.
- Wir erwarten eine gesunde Marktbreite im Jahr 2025. Das Aufwärtspotenzial für globale Aktien dürfe jedoch begrenzt sein.

Anleihen



- Sichere Staatsanleihen erscheinen für Absicherungszwecke interessant, bieten allerdings wenig Ertragspotential.
- Europäische Unternehmensanleihen auf mindestens fairen, teilweise sogar attraktiven Renditeniveaus.
- Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern bieten Aussichten auf positive Ertragschancen.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Trotz Fortführung der Produktionskürzungen durch die OPEC+ bleibt das Angebot reichlich. Chinas Nachfrage bleibt schwach.
- Fundamentale Treiber dürften dem Goldpreis nach einer Konsolidierung weiteren Auftrieb verschaffen.
- Kurzfristig bedarf es bei Industriemetallen einer wirtschaftlichen Erholung in der Industrie. Mittelfristige Treiber bleiben intakt.

Währungen



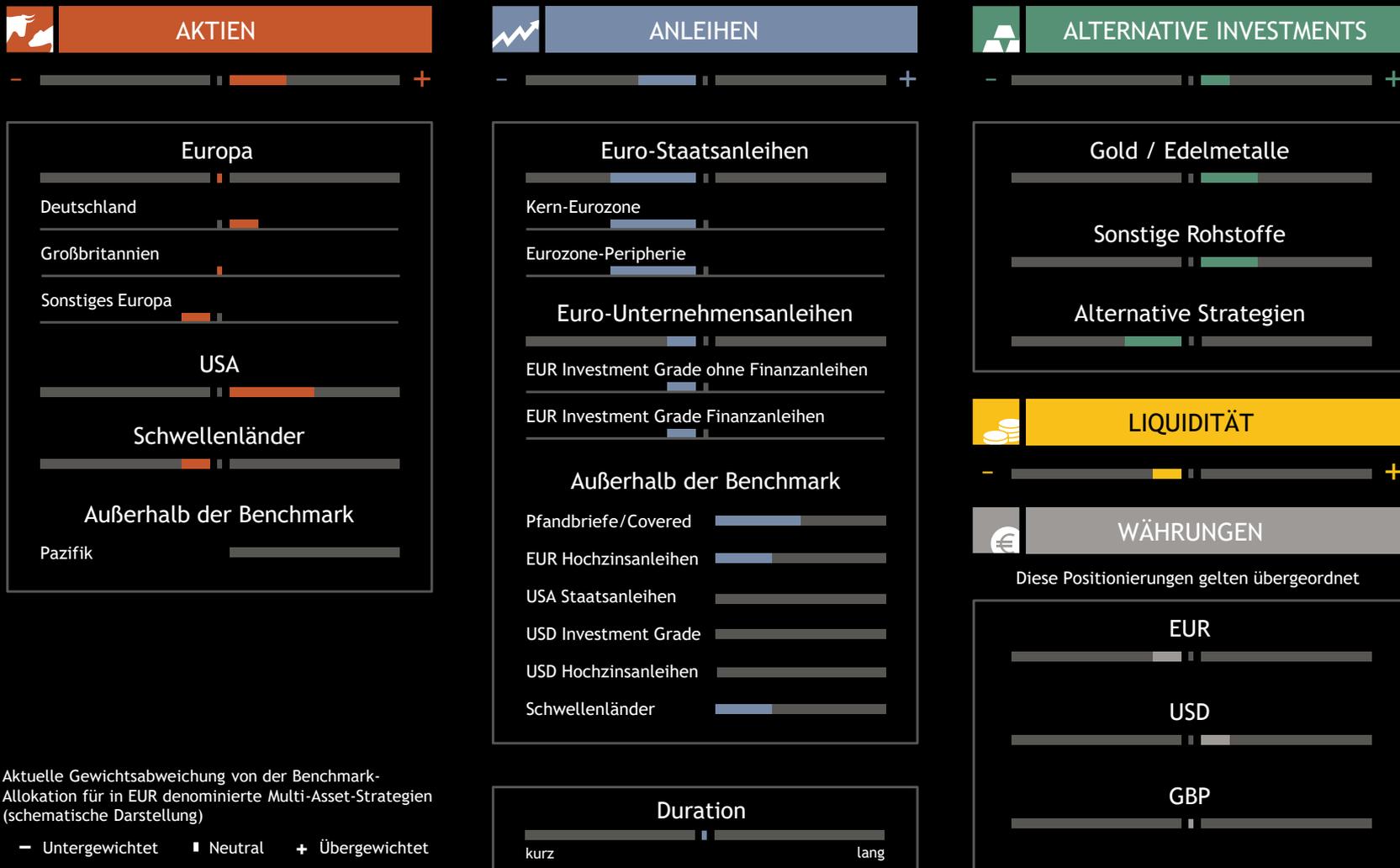
- Die Politik löst die Zentralbanken als Wechselkursstreiber ab.
- Derzeit spricht einiges für den US-Dollar aber kommendes Jahr könnte der Wind etwas drehen.
- Der starke Franken bereitet der Schweizerische Nationalbank Sorgen.



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



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

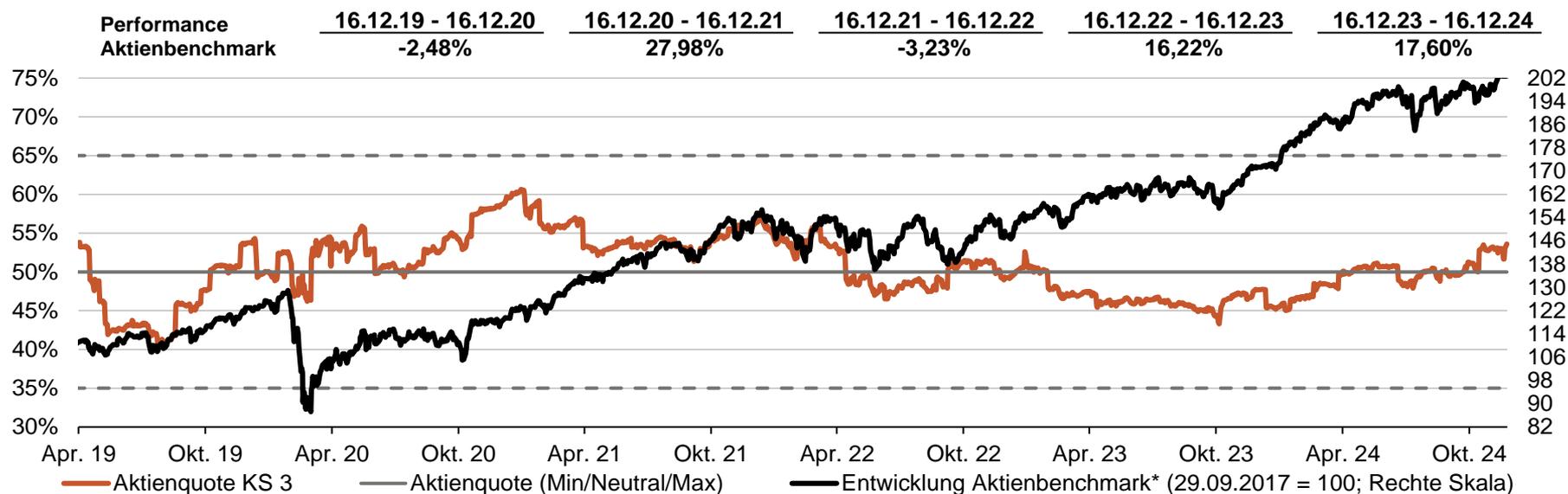
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage

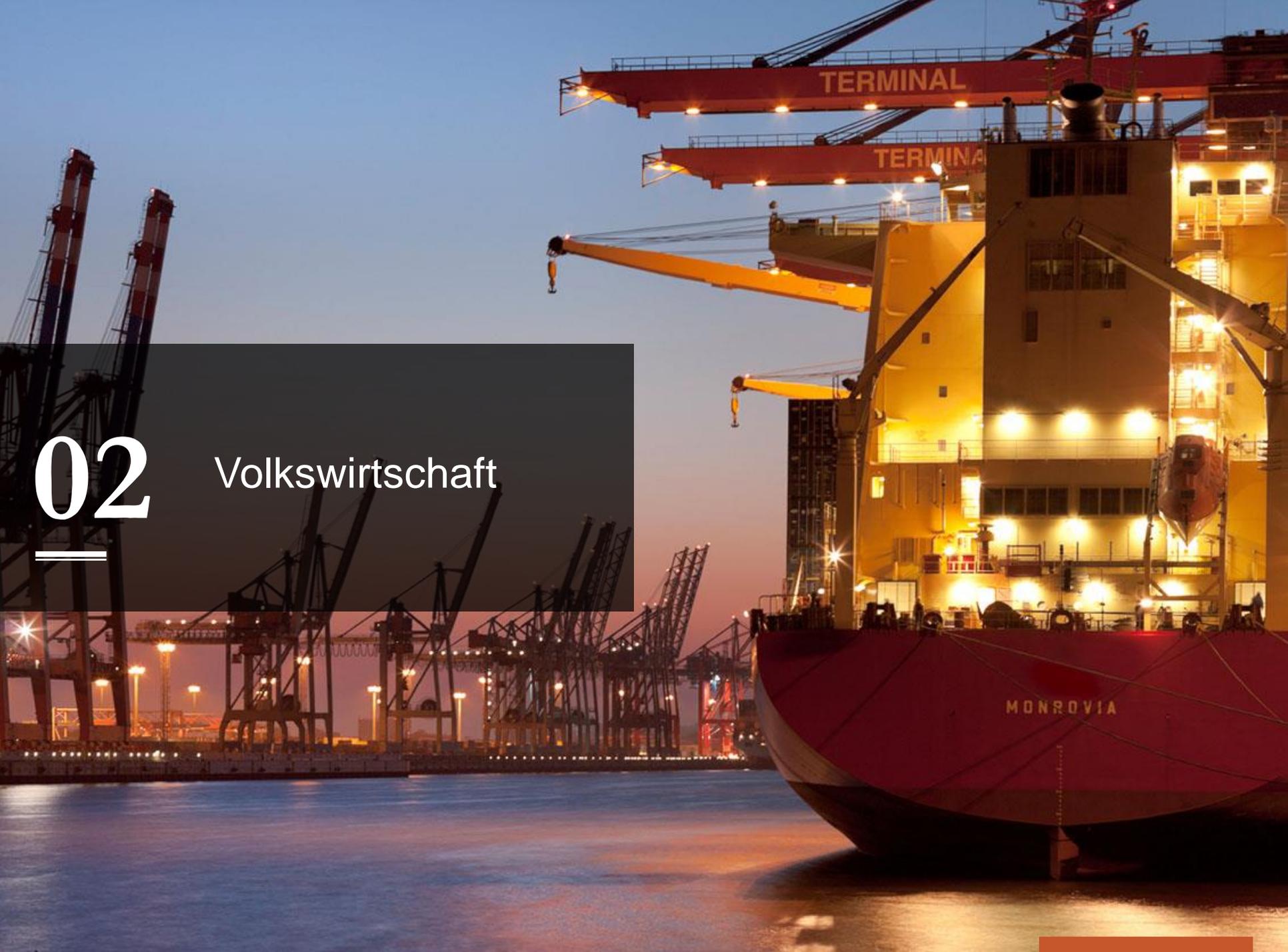


Zeitraum: 16.12.2019 – 17.12.2024

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.

- Angesichts der Unsicherheit über den US-Wahlausgang starteten wir ausgewogen positioniert ins vierte Quartal. Auch eine Übergewichtung bei Anleihen oder eine lange Duration lag nicht nahe, da wir die Zinssenkungserwartungen des Marktes für übertrieben hielten. Mit der zunehmenden Wahrscheinlichkeit eines Trump-Sieges bauten wir vor der Wahl Aktien weiter auf, insbesondere US Mid Caps, zum Teil zu Lasten von Europa. Einen weiteren Schritt machten wir unmittelbar nach Trumps Sieg.
- In das neue Jahr hinein halten wir an unserer Übergewichtung von (US-)Aktien und Rohstoffen/Gold gegenüber Anleihen und Kasse fest, erwarten aber, dass es an den Märkten spätestens mit der Vereidigung von Donald Trump wieder volatiler wird.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

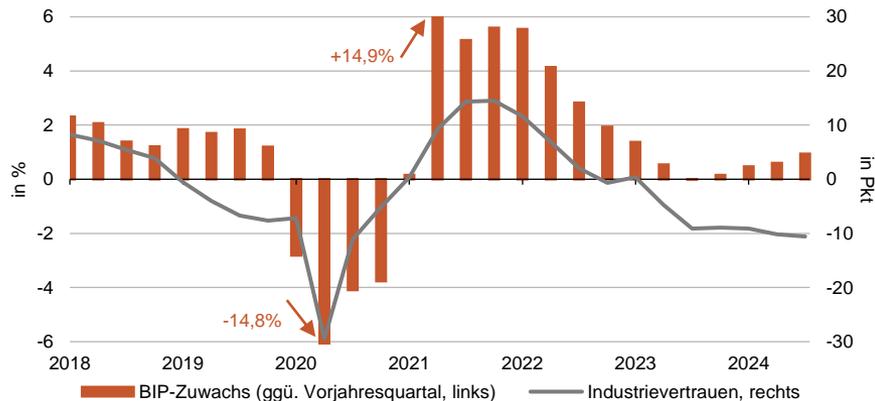


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Hoffnung auf einen leichten Aufschwung 2025

- Die Konjunktur im Euroraum wird derzeit insbesondere durch die Wachstumsschwäche und die politischen Unsicherheiten in den beiden größten Volkswirtschaften Deutschland und Frankreich belastet. Nach einem recht soliden Wachstum im dritten Quartal 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.

Sehr langsame Konjunkturerholung

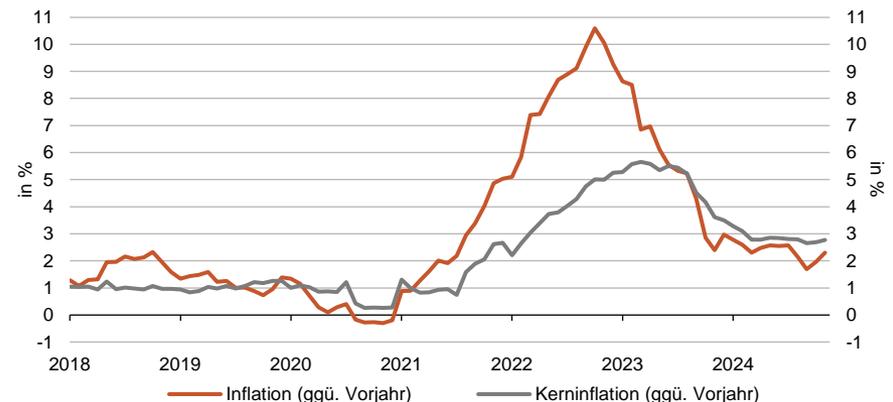


Quelle: Haver

EZB zwischen Wachstumssorgen und Preisdruck

- Die Kerninflation bewegt sich seit drei Monaten auf einem für die EZB zu hohem Niveau seitwärts und die Inflationsrate ist im November sogar von 2,0 % auf 2,3 % angestiegen. Für das kommende Jahr rechnen wir zwar mit einer leichten Abschwächung des Preisdrucks, vorerst muss die EZB aber weiterhin vorsichtig agieren.
- Die EZB hat in ihrer Dezembersitzung trotz schwächelnder Konjunktur zum vierten Mal in Folge nur eine kleine Zinssenkung in Höhe von 25 Basispunkten vorgenommen. Wir rechnen im ersten Halbjahr 2025 mit drei weiteren Zinsschritten in gleicher Höhe, so dass der Einlagesatz dann bei 2,25 % liegen wird.

Kaum Fortschritte bei der Kerninflation



Quelle: Haver

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

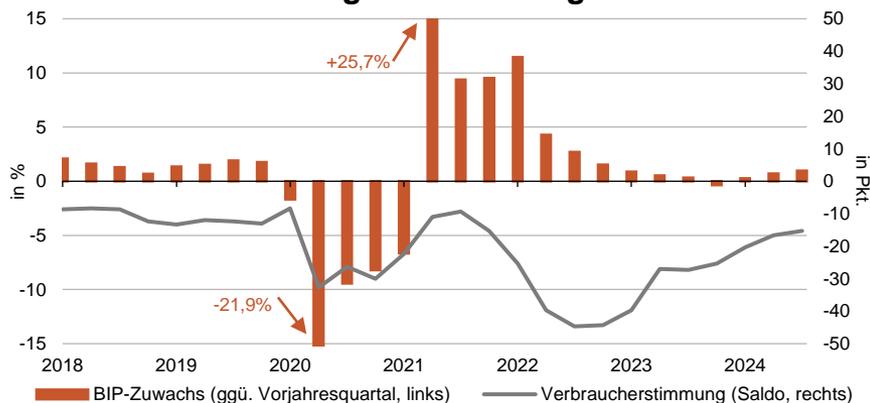


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Mehr Wachstum im neuen Jahr

- Das Jahr 2024 hat für die britische Wirtschaft gut begonnen, aber die Neuwahlen und die damit verbundenen Sorgen um den Haushalt haben die Konjunktur zuletzt etwas an Schwung verlieren lassen. Für das Gesamtjahr rechnen wir mit einem moderaten BIP-Wachstum von 0,9 %.
- Im kommenden Jahr dürfte sich die britische Wirtschaft wieder etwas erholen. Denn die politischen Unsicherheiten sind vorbei und die neue Regierung hat deutliche Ausgabenerhöhungen angekündigt. Positiv werden sich auch die sinkenden Zinsen und die rückläufige Inflation auswirken. Für 2025 rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 1,4%.

Konsumentenstimmung hellt sich langsam auf



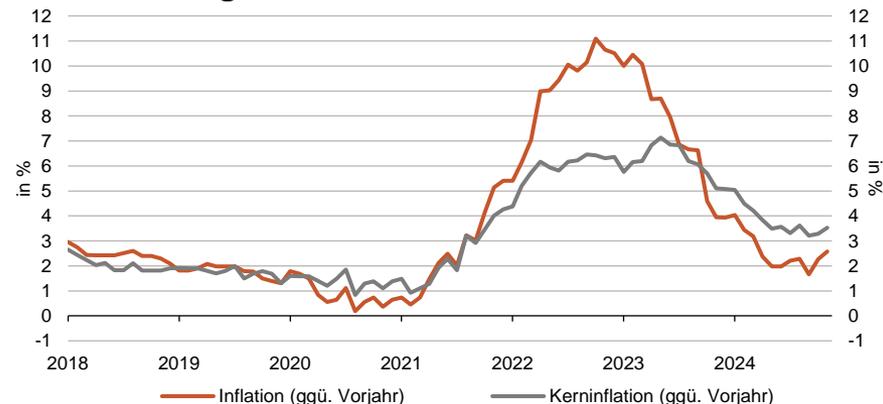
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 09/2024

Wenig Luft für weitere Leitzinssenkungen

- Obwohl der Anstieg der Inflationsrate von 2,3 % im Oktober auf 2,6 % im November (größtenteils auf die schwankungsanfälligeren Komponenten der Inflation zurückzuführen ist), begrenzen die steigenden Lohnkosten den Spielraum für einen weiteren Rückgang der Dienstleistungsinflation.
- Der Bank of England dürfte es daher schwerfallen, die Zinsen deutlich zu senken. Für 2025 rechnen wir 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.

Dienstleistungssektor hält Kerninflation hoch



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 11/2024

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

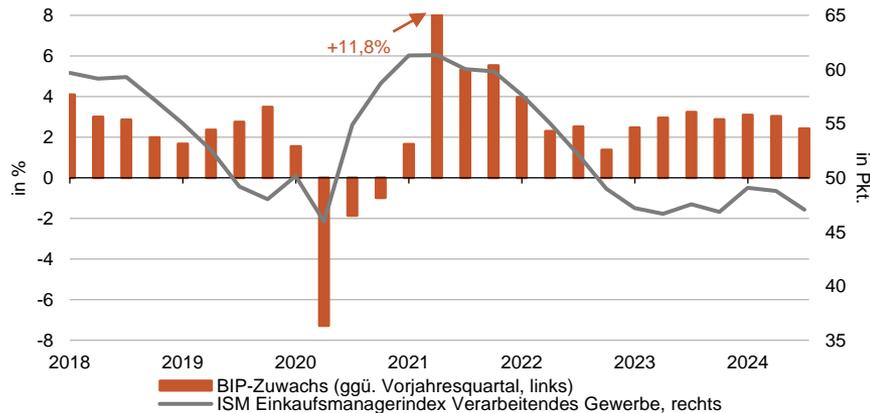


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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...

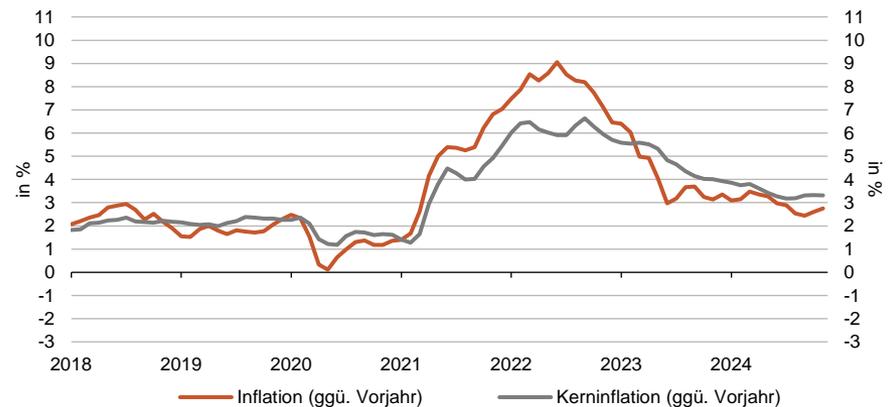


Quelle: Haver

Fed senkt den Leitzins, zeigt sich aber sehr vorsichtig

- Die Kerninflation hat sich im November den dritten Monat in Folge auf einem Niveau von 3,3 % seitwärts bewegt.
- Die Fed hat in ihrer Dezembersitzung die Leitzinsspanne um 25 Basispunkte auf 4,25 – 4,50 % gesenkt. Für 2025 rechnen die Währungshüter nur noch mit Zinssenkungen um insgesamt 50 Basispunkte, während sie im September noch von 100 ausgegangen waren. Die hartnäckige Kerninflation, die sehr robuste Konjunktur und Donald Trump, dessen Politik voraussichtlich inflationstreibend wirken wird, werden der Fed keinen Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik lassen.

... und hartnäckige Kerninflation hemmen die Fed



Quelle: Haver

Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 17.12.2024

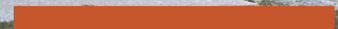
* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

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



03

Aktien



Marktentwicklung

2025 mit weniger Aufwind, aber gesunder Marktbreite

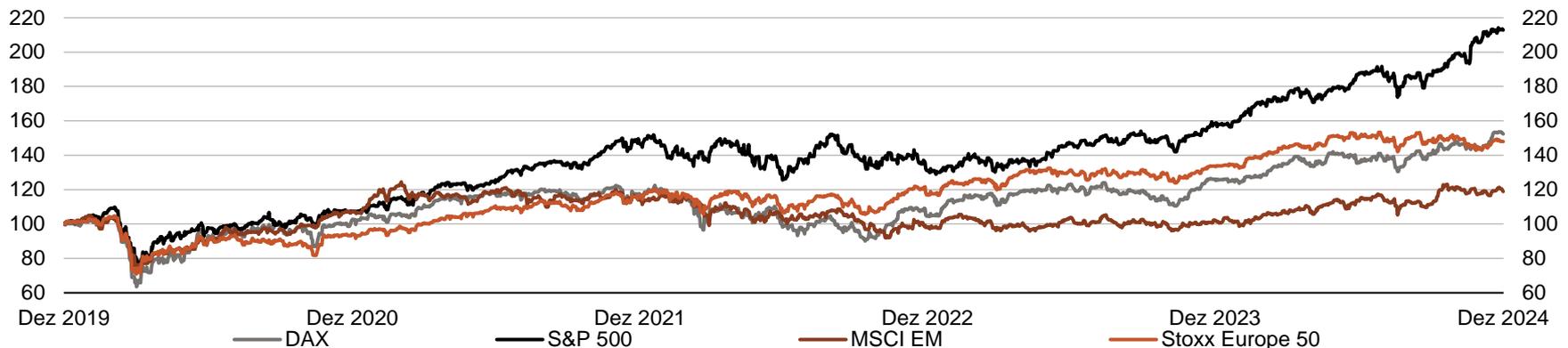


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

US-Aktien mit klarer Outperformance im vierten Quartal

- Mit Donald Trumps Wahlsieg hat auch der Markt seine „America First“-Politik gespielt. Für in US-Aktien investierte Euro-Investoren war das doppelt profitabel. Unsere Entscheidung, US-Aktien im Vorfeld und unmittelbar nach den US-Wahlen zu erhöhen, hat sich ausgezahlt. Nicht nur US-Aktien legten kräftig zu, sondern auch der US-Dollar. US Small Caps legten bisher in Q4 um mehr als 11 % in Euro zu. Europäische und asiatische Aktien entwickelten sich im selben Zeitraum hingegen volatil seitwärts. Der Performanceunterschied zwischen US- und europäischen Aktien beträgt dieses Jahr mehr als 23 %, ein Höchstwert in diesem Jahrtausend.
- Mit dem Durchmarsch Donald Trumps bei den US-Wahlen spricht vieles auch weiterhin für US-Aktien. Schließlich möchte sich der neue US-Präsident für niedrigere Steuern, Deregulierung und eine Stärkung der heimischen Wirtschaft einsetzen. Zudem sieht er den Aktienmarkt als gutes Barometer für seine politischen Erfolge. Es gibt also eine Art Trump-Put ähnlich dem Fed-Put. Den Präsidenten und die Zentralbank einen das Interesse an einem robusten S&P 500. Schließlich gehen mit einem steigenden Aktienmarkt eine bessere Unternehmens- und Konsumentenstimmung sowie höhere Steuereinnahmen einher. Dies gepaart mit der großen Innovationskraft von US-Unternehmen in Zukunftstechnologien wie der KI spricht für US-Aktien. Allerdings hat der Markt dies bereits stark eingepreist.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 17.12.2019 – 17.12.2024

Unternehmensgewinne

Weniger regionale Performance-Divergenz im Jahr 2025



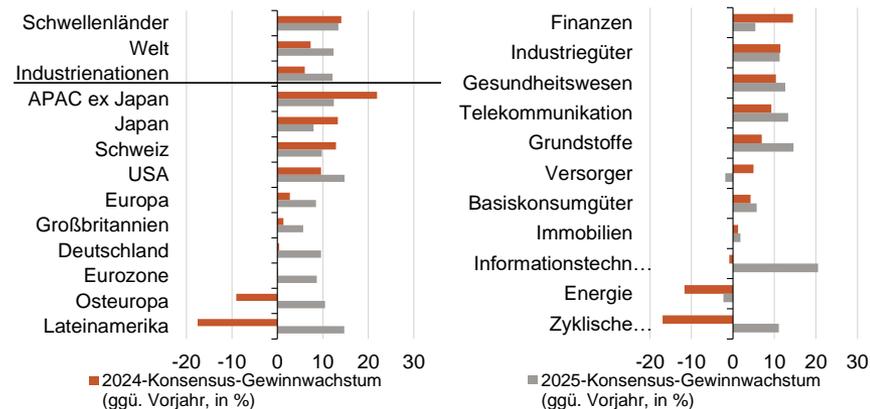
Divergenz bei US- und europäischen Aktien dürfte sinken

- Wir erwarten, dass die Divergenz zwischen US- und europäischen Aktien im Jahr 2025 deutlich abnehmen dürfte, aus mehreren Gründen. Der Konsensus der Volkswirte erwartet zwar, dass die US-Wirtschaft immer noch stärker als die Eurozone wächst, jedoch auch, dass sich der Wachstumsvorsprung von ca. 2Pp im realen BIP dieses Jahr auf ca. 1Pp nächstes Jahr halbiert.
- Ähnlich sehen das die Analysten bei den Gewinnschätzungen für 2025. Für die USA werden knapp 15 %, für die Eurozone knapp 9 % erwartet. Das erwartete Gewinnwachstum für 2024 liegt hingegen bei ca. 10 % für die USA und nur ca. 3 % für die Eurozone.

Risiken in Europa bereits in Kursen reflektiert

- Für europäische Aktien gibt es neben dem drohenden Handelskrieg mit der Schwäche Chinas, der hiesigen Konjunkturflaute, höheren Energiepreisen und dem Ukraine-Krieg viele Stolpersteine bzw. Risiken. Allerdings sind diese anhand hoher Risikoprämien in den Kursen bereits reflektiert. Aktuell handelt Europa auf KGV-Basis mit einem rekordhohen Bewertungsabschlag von ca. 40 % gegenüber US-Aktien.
- Die extreme Positionierung und Bewertung sind also anfällig für positive Überraschungen aus Europa. Neben einem nahen Kriegsende in der Ukraine dürften zudem die vorteilhaften Finanzbedingungen (schwacher Euro vs. starker US-Dollar, eine ausgeweitete Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa) europäische Firmen relativ unterstützen.

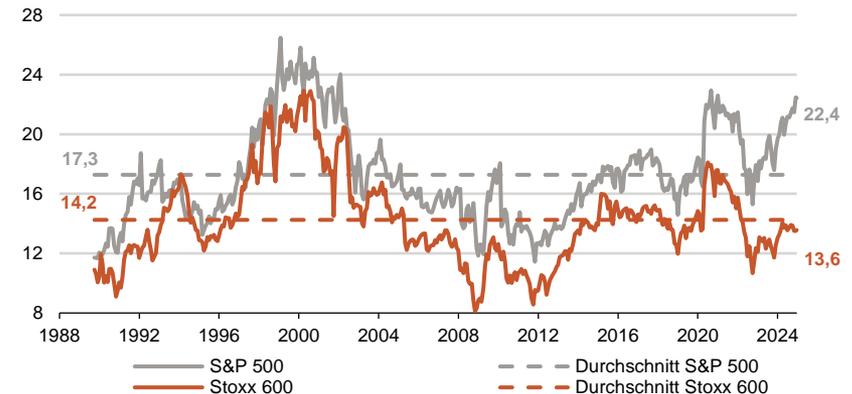
Annäherung des Gewinnwachstums in USA und Europa



Quelle: FactSet

Stand: 17.12.2024

Höchste Bewertungsdifferenz zwischen USA und Europa



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1988 – 17.12.2024

Performance und Bewertung

Gesunde Marktbreite 2025 – dank verstärkter M&A Aktivität



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

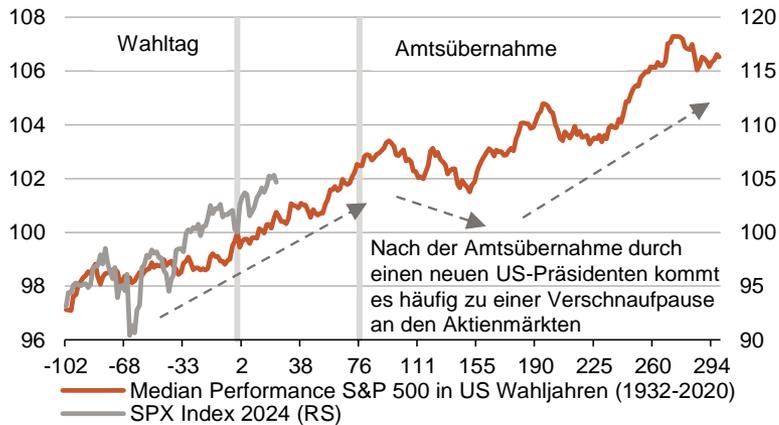
US-Aktien zwar anfällig für negative Überraschungen, ...

- Gegeben der rekordhohen Gewinnmargen sowie der aktuellen KGV-Bewertungen von US-Aktien ist die Ausgangslage schwieriger als unter Trump vor acht Jahren.
- In US-Aktienfonds- und -ETFs sind seit Beginn dieser Dekade ca. 1,1 Billionen USD geflossen. Der Rest der Welt hat in derselben Zeitspanne weniger als 250 Mrd USD an Zuflüssen registriert. Die extreme Positionierung und Bewertung machen US-Aktien anfällig für Enttäuschungen. Europa bietet hingegen Potenzial für positive Überraschungen.

... robuste Wirtschaft und Deregulierung stützen aber

- In den USA dürften die wohl bald anstehende Steuergewissheit für Unternehmen sowie eine Deregulierungswelle nicht nur den M&A-Markt, sondern auch IPO-Aktivitäten beflügeln. All dies dürfte neben dem robusten Konjunkturmilieu 2025 zu einer ordentlichen Marktbreite führen, in der auch Nebenwerte glänzen dürften. Für den S&P 500 sehen wir keine weitere Bewertungsausweitung im Jahr 2025, sodass sich die Gewinne maximal auf das Gewinnwachstum begrenzen dürften.
- Für den Rest der Welt hängt es stark davon ab, wie viele Risiken sich materialisieren. Bleiben viele aus, dürften europäische und Schwellenländeraktien auch Unterstützung durch Bewertungsausweitungen erfahren.

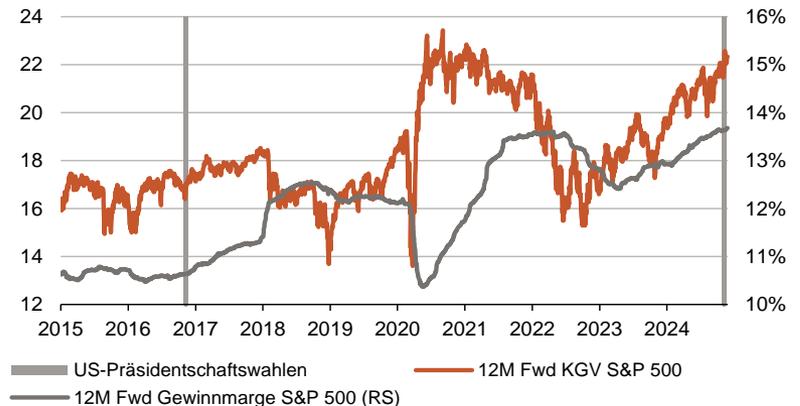
Aktienrallye ohne Rückschläge 2025 unwahrscheinlich



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1932–09.12.2024

US-Aktien mit höheren Erwartungen unter Trump 2.0



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

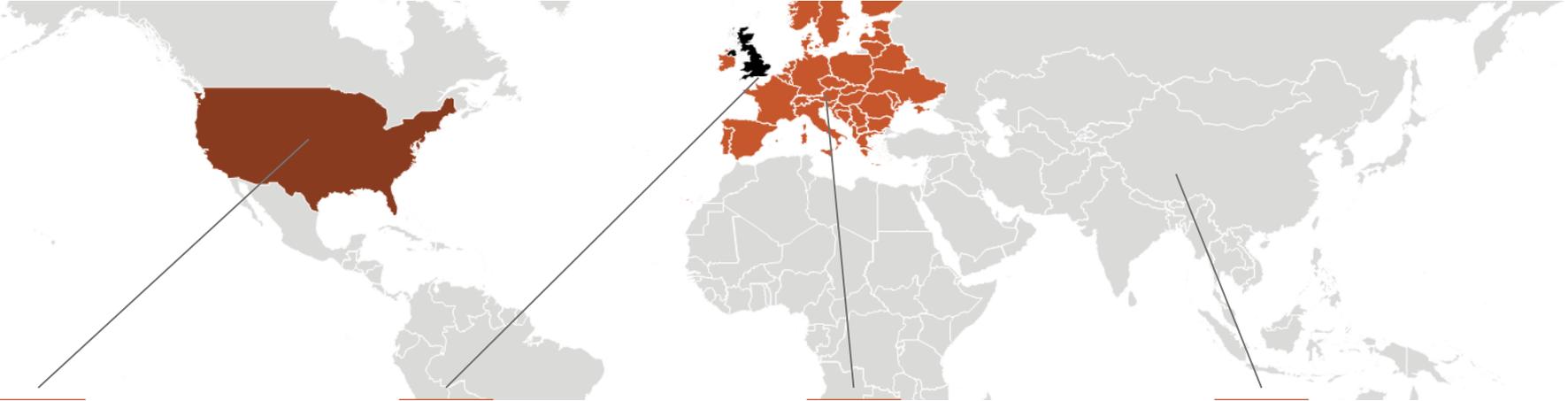
Zeitraum: 01.01.2015–09.12.2024

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 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

	Aktuell			Ø*
Indexprognosen	17.12.2024	30.06.2025	31.12.2025	in 12 Monaten
S&P 500	6.051	6.200	6.500	6.649
DAX	20.246	21.000	22.000	22.886
Euro Stoxx 50	4.943	5.100	5.300	5.624
MSCI Großbritannien	2.337	2.450	2.600	2.728
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	2,5	7,4	9,9
DAX	-	3,7	8,7	13,0
Euro Stoxx 50	-	3,2	7,2	13,8
MSCI Großbritannien	-	4,8	11,2	16,7

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 17.12.2024

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

Zunehmend weniger Zinssenkungen erwartet



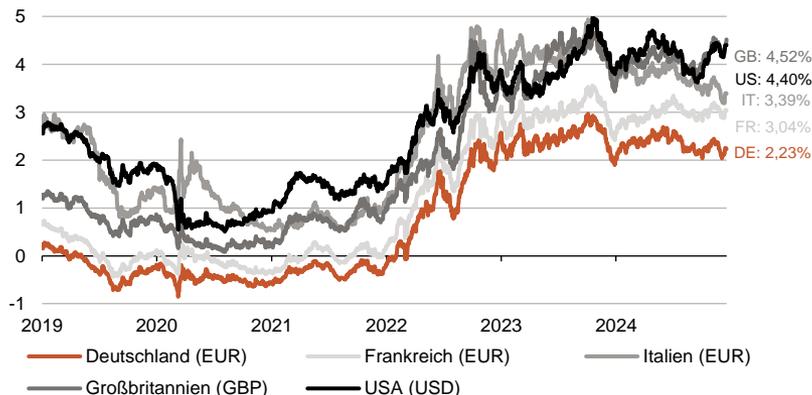
Anleihemärkte zwischen Politik und Wirtschaft

- In den vergangenen vier Wochen sind die Renditen von Staatsanleihen insgesamt gestiegen, wobei insbesondere Renditen längerer Laufzeiten aufgrund gestiegener Verbraucherpreise sowie höher als erwarteten Erzeugerpreisen aus den USA zulegen.
- Zusätzlich zum anhaltenden russischen Krieg gegen die Ukraine und den Auseinandersetzungen im Nahen Osten verkompliziert die US-amerikanischen Wahlen und der „Red Sweep“ sowie der Bruch der deutschen Regierungskoalition die Lage in den letzten Monaten. Die Folgen dieser Entwicklungen werden die Anleihemärkte auch im neuen Jahr nicht unberührt lassen.

Sichere Staatsanleihen mit verhaltenem Ausblick

- In den USA wurde der Zinssenkungsoptimismus stark ausgebremst, da der dortige Regierungswechsel mit höheren Zöllen, strengerer Einwanderungspolitik, zunehmendem Preisdruck und steigendem Haushaltsdefizit einhergehen dürfte.
- Aber auch in Europa wird die Inflation nicht auf das Niveau von vor der Pandemie zurückkehren, womit kaum Raum für sinkende Renditen besteht, sofern es nicht zu einem konjunkturellen Einbruch oder einer weiteren Eskalation (geo-)politischer Konflikte kommt. Vor diesem Hintergrund halten wir sichere Staatsanleihen allerhöchstens als Beimischung zu Absicherungszwecken für interessant.

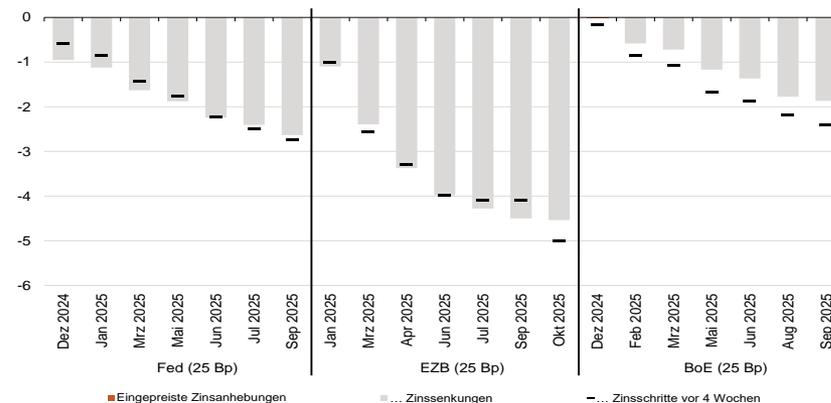
10-jährige Renditen (%) zuletzt volatil



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2019–17.12.2024

Weniger Zinssenkungen in den USA erwartet



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen,

Zeitraum: 17.11.2024 – 17.12.2024

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Unternehmensanleihen in Europa auf fairen Renditeniveaus

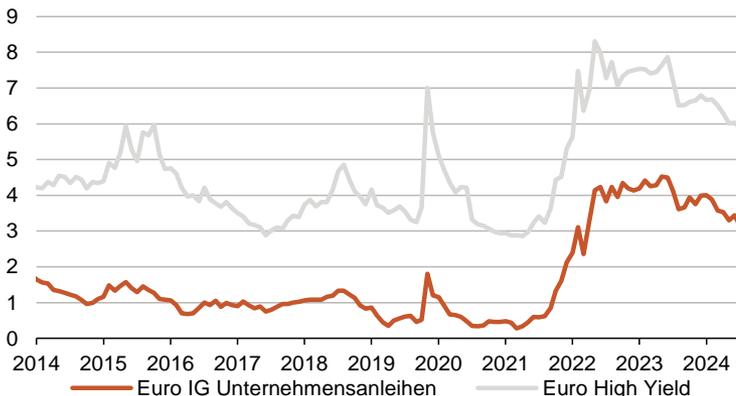


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Unternehmensanleihen: Der Blickwinkel ist entscheidend

- Unternehmensanleihen waren der Hauptprofiteur des Jahres 2024. Nach der starken Entwicklung sind die Risikoaufschläge im IG-Segment allerdings allenfalls als fair, im Hochzins-Bereich sogar als unattraktiv einzustufen. Beim Blick auf die Renditen zeigt sich jedoch eine historisch faire, teils sogar attraktive Bewertung. Gepaart mit der expansiveren Geldpolitik und bei stabiler Konjunktur stimmt dies uns für Unternehmensanleihen verhalten positiv.
- Allerdings dürfte es keine weitere Spread-Einengung im Jahr 2025 geben, sodass das Aufwärtspotenzial durch die laufende Rendite gedeckelt ist. Eine Marktkorrektur könnte das eingetrübte Bild wieder aufhellen und Chancen auf bessere Bewertungsniveaus eröffnen.

Unternehmensanleihen: Renditeniveaus unverändert attraktiv



Quelle: ICE, eigene Darstellung; monatliche Daten. Zeitraum: 31.12.2013–30.11.2024

IG = Investmentgrade; Vergangene und erwartete Wertentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen, Gesamteffekt aus Rendite-/Kursveränderung, Kuponertrag und Roll-down-Effekt
22

EM: „Phönix-aus-der-Asche-Länder“ im Fokus

- Der Wahlsieg Trumps hat klar die Anlegerstimmung bei Schwellenländeranleihen bestimmt. Doch innerhalb der Schwellenländer gibt es Emittenten, die aufgrund von Fiskalreformen sowie durch die Stärkung der institutionellen Unabhängigkeit von Fiskal- und Geldpolitik das Anlegervertrauen zurückgewinnen konnten. Diese positiven „Recovery Stories“ (Türkei, Ägypten, Argentinien, Serbien und Indien) haben sich aufgrund ihres idiosynkratischen Charakters besser entwickelt als der breite Schwellenländermarkt. Gute Möglichkeiten für positive Ertragschancen sehen wir aufgrund hoher Realrenditen, stabiler Fundamentalkriterien, gemäßiger Währungsrisiken gegenüber dem Euro und einer niedrigen Korrelation gegenüber anderen Assetklassen insbesondere im Lokalwährungssegment.

EM: Länderselektion zahlt sich weiterhin aus



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 18.12.2019–18.12.2024

Wertentwicklung eines gleichgewichteten EM-Währungskorbes (Türkische Lira, Ägyptisches Pfund, Argentinischer Peso, Serbischer Dinar, Indische Rupie).

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 relative 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-Unternehmensanleihen 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

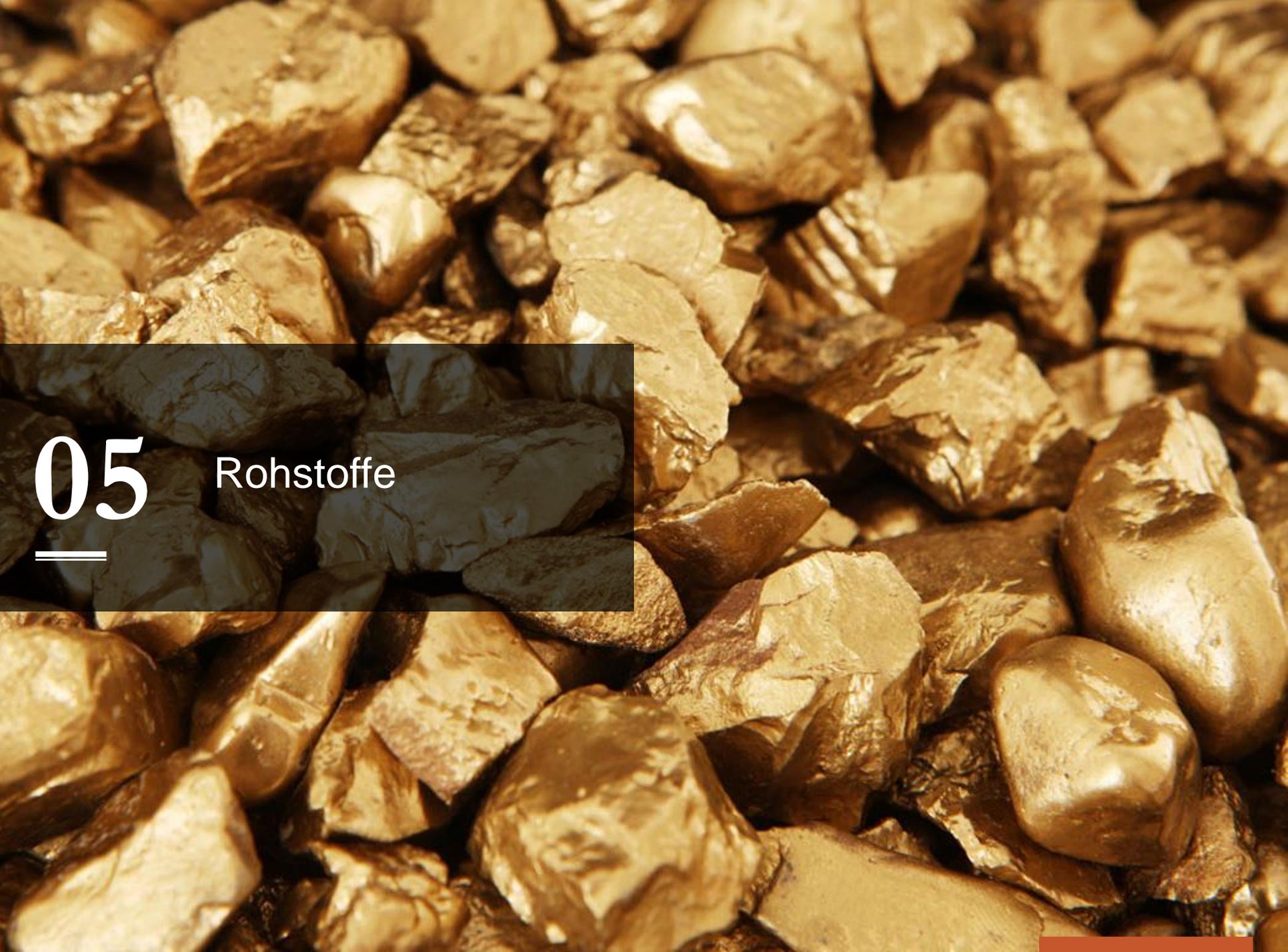


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	17.12.2024	30.06.2025		31.12.2025	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,50-4,75	4,25-4,50	4,03	4,25-4,50	3,75
10J US-Rendite	4,40	4,70	4,17	4,90	4,13
Eurozone					
Leitzins	3,15	2,40	2,35	2,40	2,20
10J Bund-Rendite	2,23	2,30	2,25	2,50	2,30
Großbritannien					
Leitzins	4,75	4,25	4,15	4,25	3,70
10J Gilts-Rendite	4,52	4,60	4,16	4,70	4,07

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 17.12.2024

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

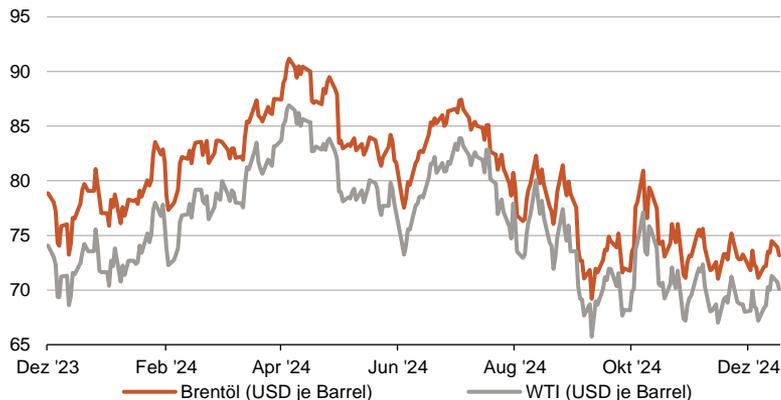
Öl Angebotsüberhang voraus



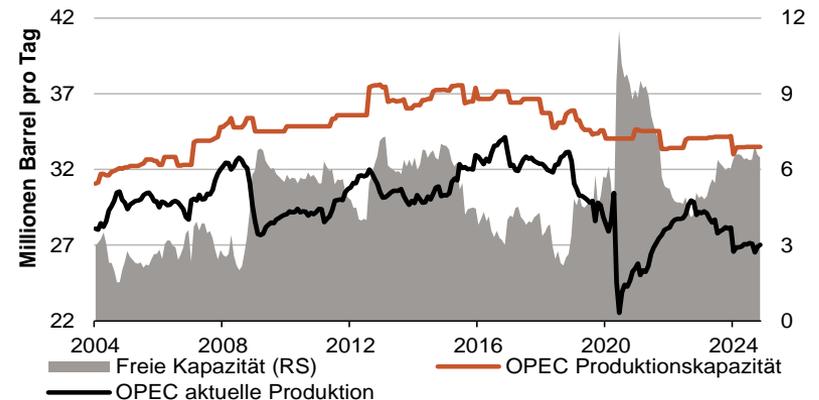
Rohöl ohne geopolitische Eskalation weiter seitwärts

- Rohöl blieb im vierten Quartal in einer volatilen Seitwärtsspanne gefangen. Neue Impulse seitens der OPEC+, die die Fördermenge bereits seit einigen Monaten künstlich knapphält, gab es nicht: Anfang Dezember verschob das Kartell die geplanten Produktionssteigerungen erneut um drei Monate auf April. Während der Wahlsieg Donald Trumps kaum Einfluss hatte, ließen neu angekündigte Stimulierungsmaßnahmen Chinas und geopolitische Entwicklungen den Ölpreis volatil seitwärts schwanken. Ein deutlicher Preisanstieg bleibt ohne ein starkes Nachfragewachstum in China oder eine geopolitische Eskalation unwahrscheinlich, da das Angebot reichlich und die Nachfrageaussichten schwach sind. Aber auch ein starker Preisverfall ist unwahrscheinlich. Die Risiken sind bekannt und bieten wenig negatives Überraschungspotenzial. Trumps „Drill, Baby, Drill“-Politik dürfte zudem aufgrund des Fokus der Ölkonzerne auf Gewinnausschüttungen statt Produktionsausbau nur begrenzt umsetzbar sein. Der Ölpreis dürfte daher vorerst volatil seitwärts tendieren.
- Dafür spricht auch die schwache Ölnachfrage aus China als wichtigster Verbraucher. Jüngste Daten des Nationalen Statistikbüros (NBS) zeigen, dass die Rohölverarbeitung so niedrig wie seit fünf Monaten nicht mehr ausgefallen ist. Damit könnte China zum zweiten Mal einen Jahresrückgang verzeichnen. Zuletzt lasteten zusätzlich schwächere Wirtschaftsdaten, insbesondere ein niedrigeres Wachstum der chinesischen Einzelhandelsumsätze, auf Rohöl.

Rohöl tendiert bis auf weiteres seitwärts



Freie Kapazitäten der OPEC lasten auf dem Ölpreis



Edel- und Industriemetalle

steigende Preise im nächsten Jahr

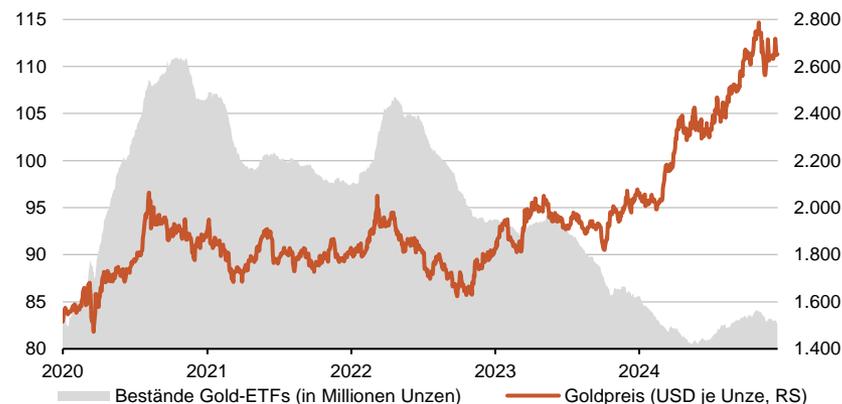


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold nach Konsolidierung mit weiterem Potenzial

- Auch im vierten Quartal setzte Gold seinen Aufwärtstrend fort und markierte neue Allzeithochs. Anfang November kam es dann zu einer Konsolidierung und der Goldpreis fiel zeitweise um bis zu 8 %. Auslöser dafür war der Wahlsieg Donald Trumps, der eine starke Dollar-Aufwertung, vorübergehend steigende Anleiherenditen und einen Risk-On-Modus an den Märkten begünstigte. Eine zuvor starke Performance, geopolitische Entspannung und eine hohe Positionierung machten Gold zusätzlich anfällig für eine Konsolidierung.
- Dennoch dürften verstärkte Zentralbank- und ETF-Käufe, steigende Staatsschulden, geopolitische Risiken und tendenziell sinkende Zentralbankzinsen den Goldpreis im nächsten Jahr weiterhin stützen.

ETF-Bestände stagnierten zuletzt



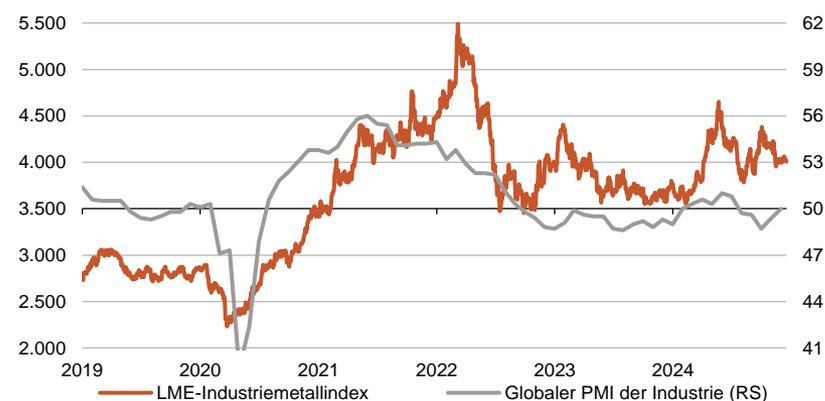
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2020–17.12.2024

Strukturelle Treiber stützen Industriemetalle langfristig

- Industriemetalle standen im vierten Quartal aufgrund der weiter schwächelnden Aktivität im verarbeitenden Gewerbe unter Druck. Auch der Wahlsieg von Donald Trump blieb nicht ohne Auswirkungen, da die von Trump geplanten Zölle chinesische Exporte belasten könnten, was wiederum die Nachfrage nach Industriemetallen schwächen dürfte.
- Dennoch wird das Abwärtspotenzial durch Faktoren wie eine strukturelle Angebotsknappheit, die hohe Nachfrage im Zuge der Dekarbonisierung und eine wirtschaftliche Erholung begrenzt. Kurzfristig bleibt jedoch eine spürbare Erholung des verarbeitenden Gewerbes erforderlich, um die Preise für Industriemetalle deutlich anzukurbeln.

Mehr Aktivität in der Industrie = steigende Metallnachfrage



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019–17.12.2024



06

Währungen

Marktentwicklung

Geld & Währung

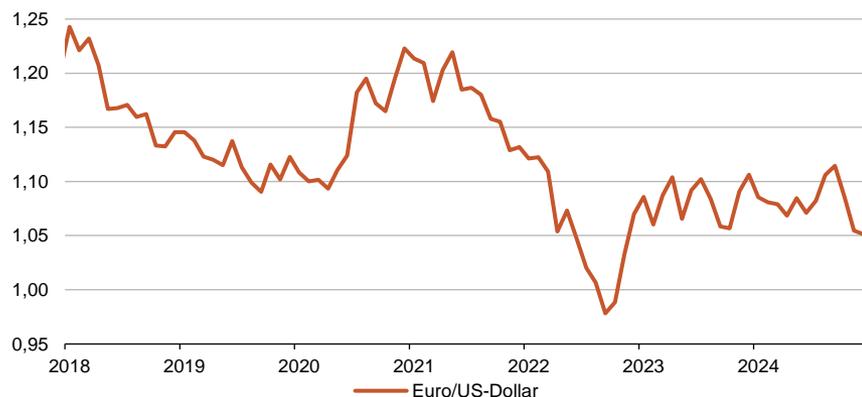


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Noch spricht viel für den Dollar

- Deutlich stärkere US-Konjunkturdaten im Vergleich zur Eurozone, geopolitische Unsicherheiten und der Wahlsieg von Trump haben den Dollar gegenüber dem Euro zuletzt aufwerten lassen. Alle genannten Faktoren sind aber jetzt weitgehend im Wechselkurs eingepreist.
- Sollten die geopolitischen Spannungen etwas abflauen, die konjunkturelle Dynamik in den USA nachlassen oder die Eurozone etwas an Schwung gewinnen, dürfte der Dollar im kommenden Jahr etwas von seiner derzeitigen Stärke einbüßen. Wir rechnen mit einem Kurs von 1,08 für das kommende Jahr.

Zuletzt sprach einiges für den US-Dollar



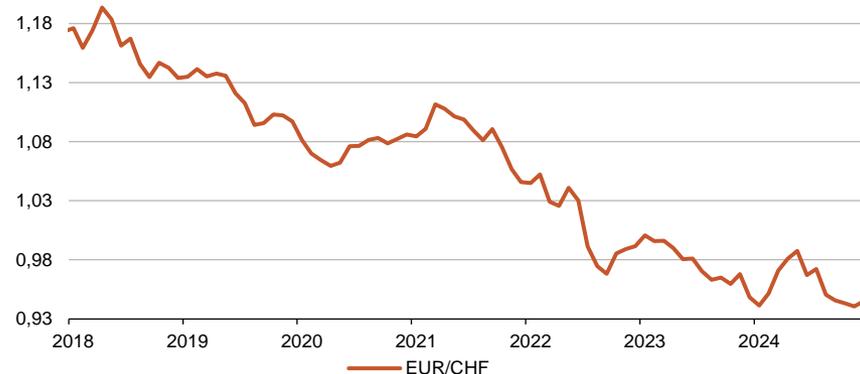
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

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 SNB versuchte im Dezember mit einer Zinssenkung um 50 Basispunkte gegenzusteuern. Da der Leitzins nun bei 0,5% liegt, ist der weitere Spielraum jedoch begrenzt. Direkte Wechselkursinterventionen werden daher wahrscheinlicher.

Starker Franken bereitet der SNB Sorgen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

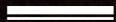
	17.12.2024	30.06.2025		31.12.2025	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,05	1,06	1,04	1,08	1,05
EUR/GBP	0,83	0,84	0,82	0,84	0,82
EUR/CHF	0,94	0,94	0,94	0,95	0,94
EUR/JPY	161	154	154	151	156
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-1,0	0,9	-2,9	-0,1
GBP	-	-1,7	0,7	-1,7	0,7
CHF	-	-0,4	-0,4	-1,4	-0,4
JPY	-	4,5	4,5	6,6	3,2

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 17.12.2024

*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
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

Mirko Schmidt
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Felix Schmidt
Leitender Volkswirt

Kontakt

www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de