



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Februar | 2025

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. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. 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. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>. 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. Datum 31.01.2025

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Neutralisierung des (US-)Aktienübergewichts	4
02	Volkswirtschaft Neuer Schwung in der Eurozone ab dem Frühjahr, USA brummt weiter	9
03	Aktien Europäische Aktien mit Schwung in das neue Jahr	14
04	Anleihen Die Wege der Zentralbanken trennen sich	20
05	Rohstoffe Öl bis auf weiteres seitwärts, Gold glänzt trotz hoher Positionierung, Industriemetalle weiterhin knapp	25
06	Währungen Dollar verliert etwas an Stärke	28

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 (02.01.25 - 30.01.25)	■ YTD (31.12.24 - 30.01.25)	30.01.24	30.01.23	30.01.22	30.01.21	30.01.20
			30.01.25	30.01.24	30.01.23	30.01.22	30.01.21
Gold	3,9	6,1	43,2	5,9	10,3	5,5	6,7
Aktien Industrienationen	2,6	3,3	25,6	19,4	-4,2	24,6	3,7
Globale Wandelanleihen	1,9	2,9	17,2	5,7	-6,9	-3,8	33,2
Industriemetalle	1,8	1,8	12,0	-16,1	3,6	46,7	14,3
Aktien Frontier Markets	1,1	2,6	15,9	8,7	-17,7	24,4	-7,6
REITs	0,9	1,0	9,9	-5,3	-11,5	31,7	-18,1
Aktien Emerging Markets	0,9	1,3	19,1	-3,5	-7,3	-0,5	15,2
Euro-Übernachteinlage	0,2	0,2	3,7	3,5	0,2	-0,6	-0,5
EUR Unternehmensanleihen	0,0	0,1	5,0	5,6	-11,5	-2,0	1,5
Brent	-0,1	2,5	9,0	8,9	25,5	93,0	-25,0
EUR Staatsanleihen	-0,2	-0,2	2,9	3,8	-10,1	-1,9	0,8
USD/EUR-Wechselkurs	-1,2	-0,4	4,4	0,0	2,7	8,9	-9,1

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: 30.01.2020 – 30.01.2025

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen

Volkswirtschaft



- Zunächst schwaches Wachstum in der Eurozone, deutsche Reformen könnten ab Frühjahr zu mehr Schwung beitragen.
- Die US-Konjunktur bleibt robust. Trumps Programm verleiht Wirtschaft einen kurzzeitigen Schub mit langfristigen Risiken.
- Großbritannien hofft darauf sich im Frühjahr aus der Stagnation zu lösen.

Aktien



- Aktienmärkte mit starkem Jahresauftakt. Weitere Outperformance Europas erfordert strukturelle Verbesserungen.
- Globale Liquidität, Zinssenkungen und Wachstum unterstützen Aktien. Marktbreite dürfte zunehmen.
- US-Politik gilt weiterhin als Unsicherheitsfaktor. Antizyklisches Handeln und ausgewogene Positionierung geboten.

Anleihen



- Die Fed legt erwartungsgemäß eine Pause ein, während die EZB den Leitzins weiter senkt.
- Das Risiko von Bewertungskorrekturen ist sowohl im Hochzins- als auch im IG-Segment in letzter Zeit gestiegen.
- Die Handels- und Zollpolitik des neuen US-Präsidenten Donald Trump sorgt weiterhin für Spannungen in den Schwellenländern.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Die Unsicherheit über den Rohölpreis bleibt aufgrund eines prognostizierten Angebotsüberhangs bestehen.
- Gold scheint keine schlechten Nachrichten zu kennen. Hohe Future-Positionierung allerdings anfällig für Rücksetzer.
- Uneindeutige Daten aus China lassen Industriemetalle schwanken. Physisches Angebot bleibt aber knapp, die Nachfrage hoch.

Währungen



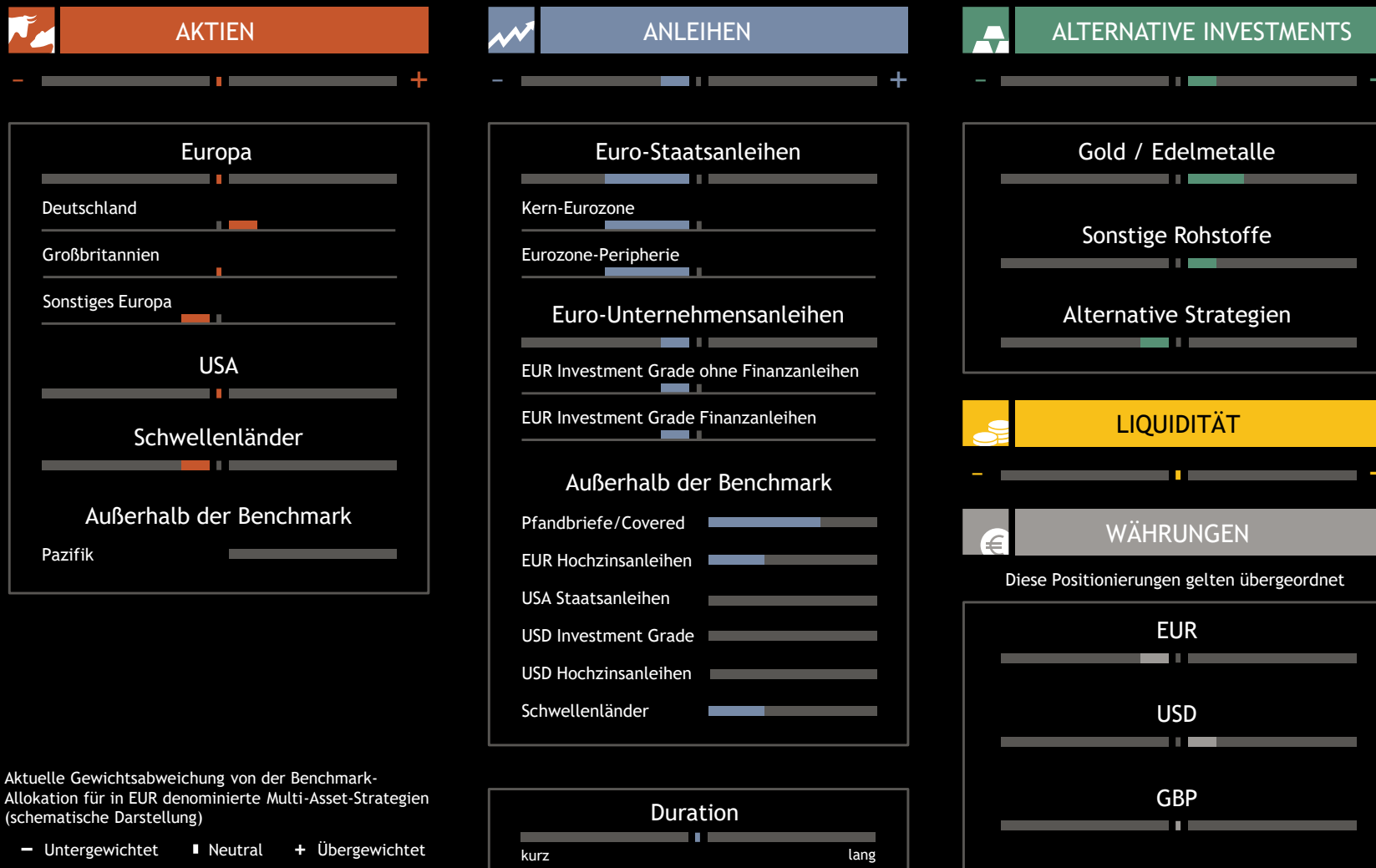
- Der US-Dollar flirtete kurzfristig mit der Parität zum Euro.
- Zuletzt hat der Rückenwind für den Greenback etwas nachgelassen, im Jahresverlauf könnte der Euro weiter zulegen.
- Steigende Zinsen in Japan stützen den Yen.



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick

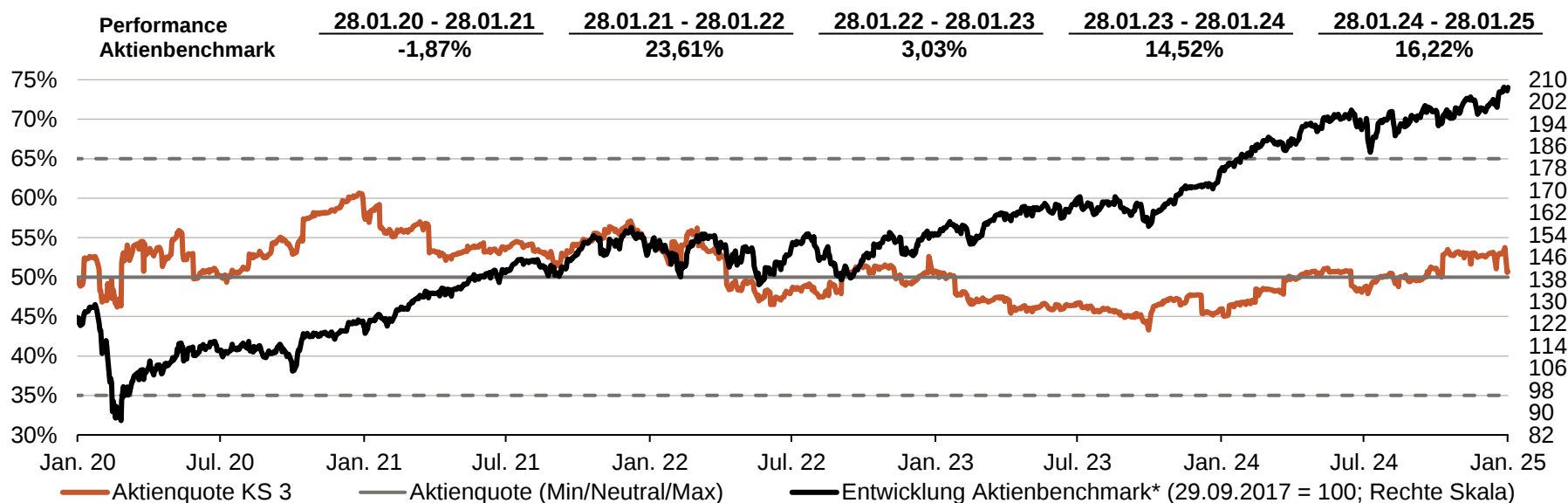


Aktuelle Gewichtsabweichung von der Benchmark-Allokation für in EUR denominierte Multi-Asset-Strategien (schematische Darstellung)

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage

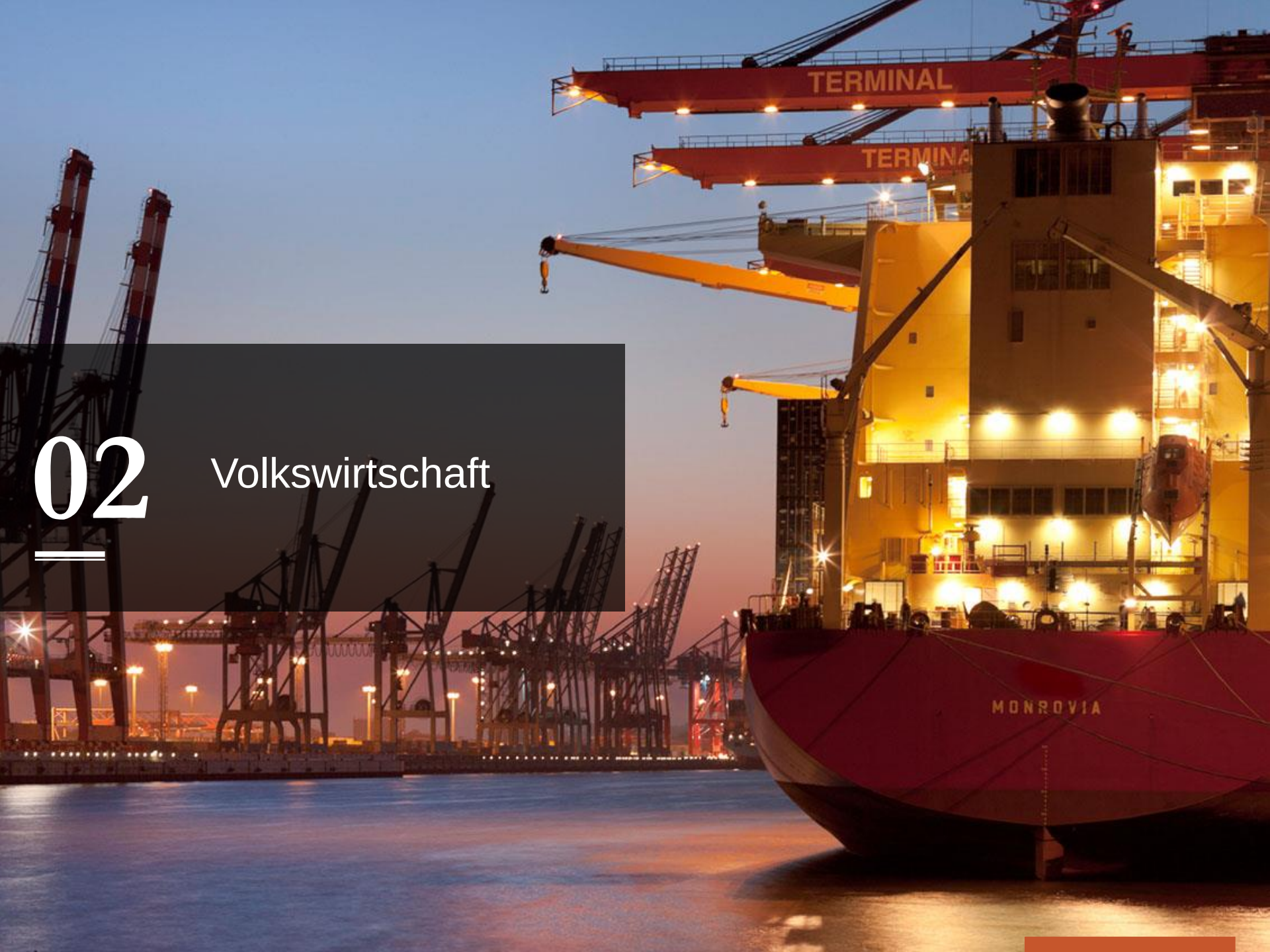


Zeitraum: 28.01.2020 – 28.01.2025

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.

- Mit der zunehmenden Wahrscheinlichkeit eines Trump-Sieges bauten wir in Q4 letzten Jahres vor der US-Präsidentenwahl Aktien 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 hielten wir zunächst aufgrund des positiven Konjunkturausblicks an unserer Übergewichtung von (US-)Aktien und Rohstoffen/Gold gegenüber Anleihen und Kasse fest.
- Aufgrund der Nachrichten um die im Vergleich zur amerikanischen Konkurrenz deutlich günstigeren chinesischen KI DeepSeek und der sehr hohen Bewertung sowie Anlegerpositionierung bei US-Technologiewerten neutralisierten wir allerdings jüngst unser Übergewicht in US-Aktien und damit auch das Übergewicht der Aktienquote.
- Mit der Vereidigung von Donald Trump und dem Beginn seiner Drohgebärden in der Handelspolitik, der laufenden Berichtssaison und dem bevorstehenden Quarterly Refunding Announcement des US-Finanzministeriums rechnen wir vorerst mit erhöhter Volatilität. Dies spricht ebenfalls für eine zunächst balanciertere Positionierung.

A large cargo ship named 'MONROVIA' is docked at a port at night. The ship's hull is dark, and its superstructure is brightly lit with yellow lights. Several cranes are visible in the background, and the water reflects the lights. The ship's name 'MONROVIA' is visible on the hull. The background shows a port area with many cranes and lights.

02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

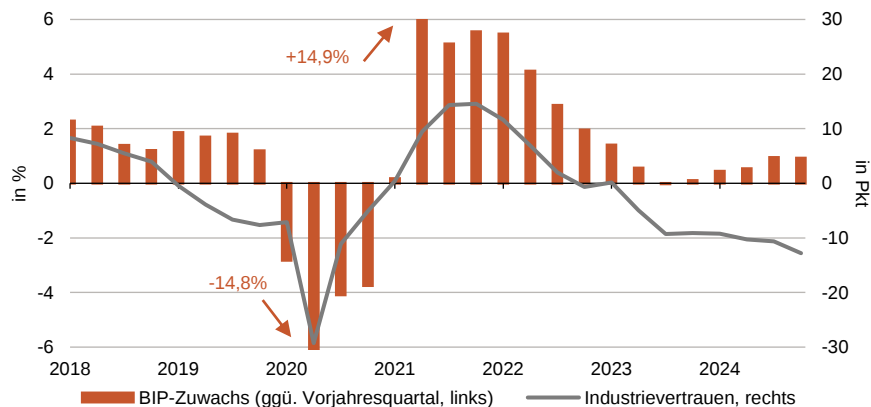


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Neuer Schwung ab Frühjahr 2025

- Das BIP verharrte in der Eurozone in Q4 auf dem Niveau des Vorquartals. Politische Unsicherheiten in Frankreich und Deutschland, die anhaltende Schwäche des Welthandels und der Versuch Chinas, sich durch Subventionen Marktanteile zu erkaufen, sorgten zuletzt für Gegenwind für die Konjunktur im Euroraum.
- Im Jahr 2025 dürften jedoch die Leitzinssenkungen der EZB, das Ende der Talfahrt im Wohnungsbau sowie der chinesische Stimulus der Euro-Konjunktur neue Impulse verleihen. Zudem könnten steigende Reallöhne die Verbraucher wieder zu höheren Ausgaben animieren. Ein Risiko besteht darin, dass Trump die Zölle auch auf europäische Produkte erhöhen könnte.

Schwacher Jahresausklang in der Eurozone



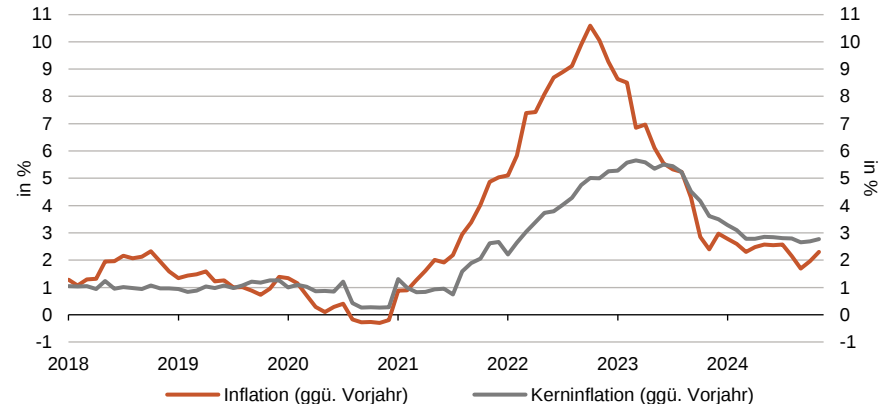
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

EZB setzt den Zinssenkungszyklus fort

- Die im Vorjahresvergleich rückläufigen Energiepreise werden dazu beitragen, dass sich die Inflationsrate in den kommenden Monaten der EZB-Zielmarke von 2 % annähern wird. Gleichzeitig bleibt die Konjunktur schwach, so dass die EZB ihre geldpolitische Lockerung fortsetzen wird.
- Am 30. Januar senkten die Frankfurter Währungshüter den Leitzins erneut um 25 Basispunkte. Bis Juni ist mit zwei weiteren Schritten in gleicher Höhe zu rechnen, bevor die Konjunktur im Euroraum wieder etwas an Fahrt gewinnt und die EZB ihre geldpolitische Lockerung voraussichtlich bei einem Einlagensatz von 2,25 % beenden wird.

Kerninflation bewegte sich zuletzt seitwärts



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

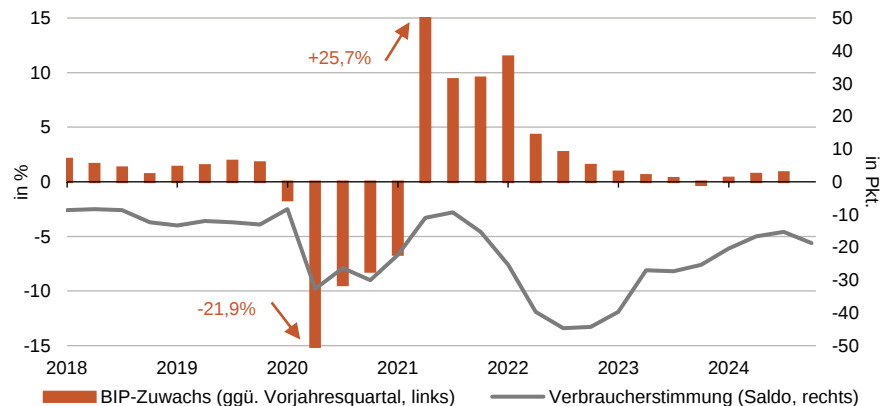


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Warten auf den Aufschwung

- Die britische Wirtschaft war gut in das Jahr 2024 gestartet, hatte dann in der zweiten Jahreshälfte aber aufgrund der Unsicherheiten rund um die Wahlen und Sorgen um einen neuen Haushalt etwas an Schwung verloren.
- 2025 dürfte sich die britische Wirtschaft wieder etwas erholen. Denn die politischen Unsicherheiten sind vorbei und die neue Regierung hat deutliche Ausgabenerhöhungen angekündigt. Zudem werden sich die Zinssenkungen des vergangenen Jahres und die steigenden Reallöhne positiv bemerkbar machen. Für 2025 rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 1,0 %.

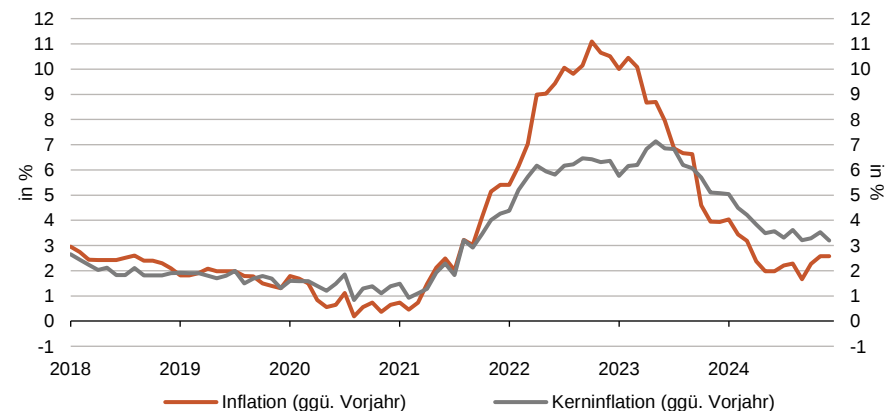
Dynamik hat in jüngster Zeit etwas nachgelassen



Inflation bindet der BoE die Hände

- Der enge Arbeitsmarkt hält die Löhne hoch, insbesondere im Dienstleistungssektor. Die stabile Nachfrage ermöglicht es den Unternehmen, steigende Kosten in Form von Preiserhöhungen an die Kunden weiterzugeben. Die Kerninflation lag im Dezember bei 3,2 % und damit weiterhin deutlich über dem Ziel der Zentralbank von 2 %.
- Daher dürfte es der Bank of England schwer fallen, die Zinsen deutlich zu senken. Wir erwarten, dass die BoE den Leitzins am 6. Februar um 25 Basispunkte senkt, danach aber bis zum Sommer nur noch einen weiteren Zinsschritt in gleicher Höhe folgen lässt. Damit dürfte die geldpolitische Lockerung bei einem Leitzins von 4,25 % enden.

Inflation zuletzt wieder gestiegen



USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

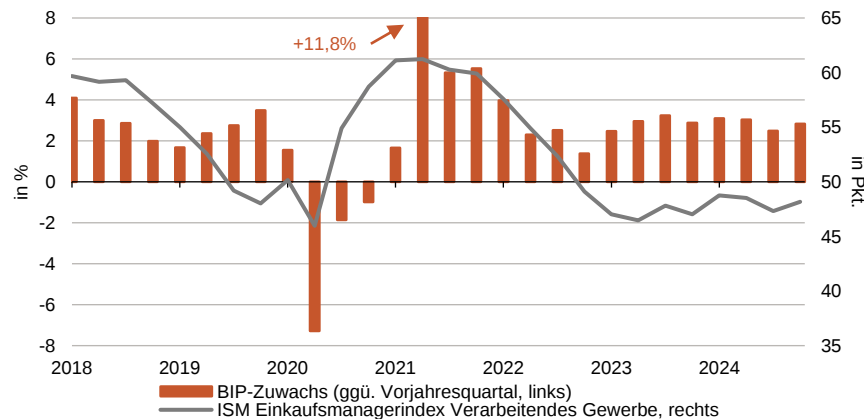


BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Trump: Kurzfristige Impulse, aber langfristige Risiken

- Die US-Wirtschaft verliert kaum an Schwung und ist im vierten Quartal annualisiert um 2,3 % gewachsen (nach 3,1 % in Q3). Auch der Arbeitsmarkt ist sehr stabil. Die Arbeitslosenquote ging im Dezember von 4,2 % auf 4,1 % zurück.
- Trump baut Regulierungen ab und will Steuern senken. Beides ist zunächst gut für die US-Konjunktur. Allerdings werden höhere Zölle und das Abschieben von Einwanderern den Inflationsdruck erhöhen und das Trendwachstum langfristig schwächen. Da ein starker Preisanstieg aber unpopulär wäre, erwarten wir, dass Trump nur einen Teil seiner Drohungen umsetzen und sie stattdessen als Einstieg für Verhandlungen nutzen wird.

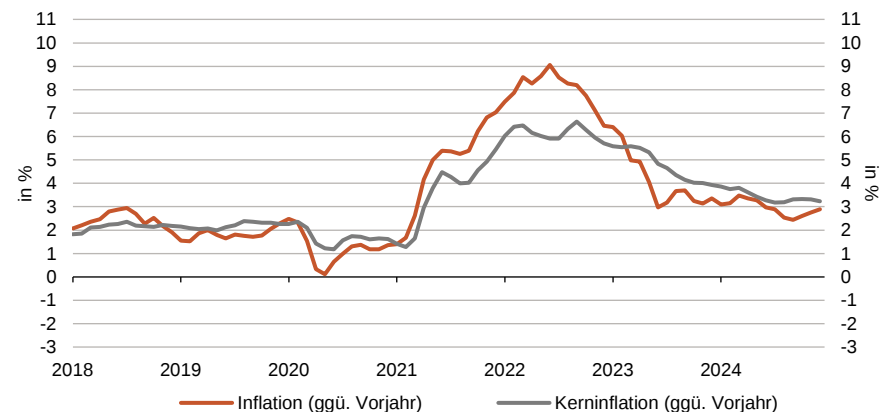
Wirtschaft verliert kaum an Schwung

Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Für die Fed könnte es das gewesen sein

- Für die Fed verkompliziert sich die Lage durch die Rückkehr Donald Trumps ins Weiße Haus derweil. Denn seine Pläne, die Fiskalpolitik zu lockern, hohe Zölle zu erheben und die Einwanderung stark zu begrenzen, würden bei einer Umsetzung inflationstreibend wirken.
- Angesichts einer robusten Konjunktur, eines stabilen Arbeitsmarktes und einer immer noch zu hohen Kerninflation hat die Fed auf ihrer Sitzung am 29. Januar den Leitzins unverändert gelassen. Wir gehen davon aus, dass die Fed den Leitzins nicht weiter senken wird und die Leitzinsspanne bei 4,25 % bis 4,5 % belassen wird.

Die letzten Meter Richtung 2 % sind die schwersten

Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 30.01.2025

* 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

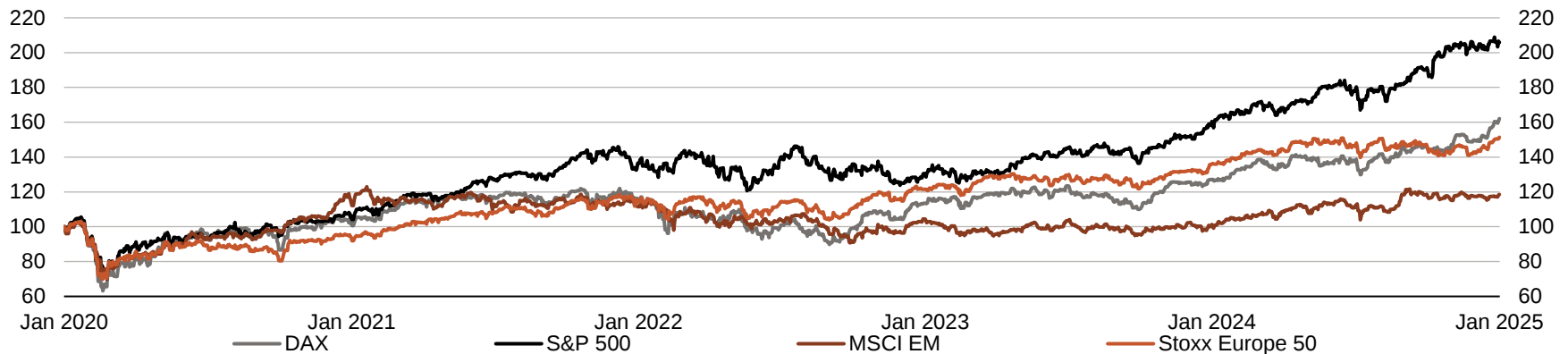
Marktentwicklung

Europäische Aktien mit Schwung in das neue Jahr

US-Aktien durch Trump-Put, solide Berichtssaison und Aktienrückkaufprogramme gestützt

- Die Aktienmärkte starteten mit einem starken Januar ins neue Jahr, wobei US-Aktien gegenüber europäischen Aktien das Nachsehen hatten. Befürchtungen über eine anhaltende Inflation, die Staatsverschuldung und eine falkenhafte Haltung der US-Notenbank führten Anfang Januar zu einem Anstieg des US-Dollars und der Anleiherenditen und drückten auf die hochbewerteten US-Aktien, während europäische Aktien von günstigeren Finanzierungsbedingungen und dem schwachen Euro profitierten. Kühlere US-Inflationsdaten zerstreuten dann etwas die Inflationssorgen der Anleger. Auch die Marktbreite legte zu. Gegen Ende Januar sorgten dann Nachrichten über das chinesische Start-Up DeepSeek und sein neues KI-Modell R1 für erneute Aufregung an den Märkten und insbesondere im US-Tech-Sektor. Das als kostengünstigere Alternative zu den bestehenden KI-Modellen der USA gepriesene Modell veranlasste Investoren, die enormen KI-Budgets und das Ausmaß, in dem die chinesische Konkurrenz mit den führenden US-Entwicklern konkurrieren kann, in Frage zu stellen.
- Ausblickend spricht dennoch nicht nur Trump (niedrigere Steuern, Deregulierung, Stärkung der Binnenwirtschaft) für US-Aktien. Auch die solide Berichtssaison und der Start der Aktienrückkaufprogramme Ende Januar dürften die Märkte stützen. Allerdings preist der Markt bereits viel Optimismus. Die hohe Positionierung insbesondere in US-Techtiteln gepaart mit der hohen Indexkonzentration macht insbesondere die US-Märkte unverändert anfällig.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 29.01.2020 – 29.01.2025

Unternehmensgewinne

Tech-Werte im Fokus der US-Berichtssaison

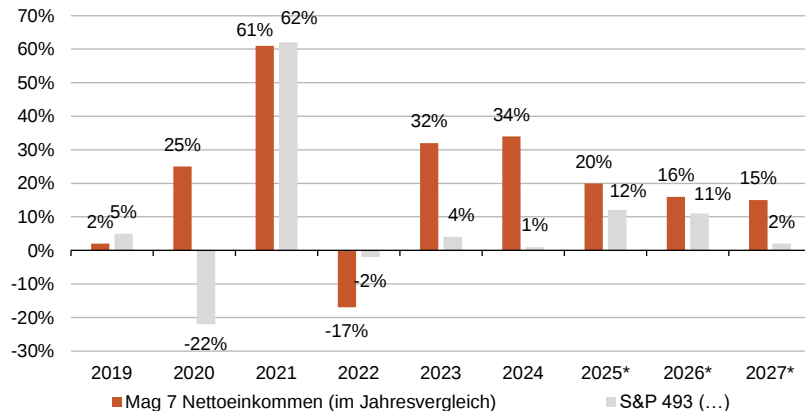


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Mit voller Fahrt in die Berichtssaison für das 4. Quartal

- Nach dem starken Start in die US-Berichtssaison durch die Banken, lag der Fokus zuletzt auf den sogenannten „Magnificent“ oder Glorreichen 7. Insgesamt berichteten bisher 104 der S&P 500-Unternehmen, darunter vier der Glorreichen 7. Die EPS-Wachstumsprognose für Q4 2024 wurde auf +12,8 % angehoben (zuvor +8 %). 80 % der Firmen übertrafen die Erwartungen. Aus dem STOXX 600 berichteten bisher 53 Unternehmen.
- Die Analysten haben zu Beginn der Berichtsaison die EPS-Schätzungen für den S&P 500 für 2024 und 2025 leicht gesenkt, dennoch wird ein Wachstum von 9 % bzw. 14 % erwartet. Zudem werden die meisten Firmen ihren Ausblick für 2025 veröffentlichen.

Gewinnwachstum der Glorreichen 7 („Mag 7“) nimmt ab



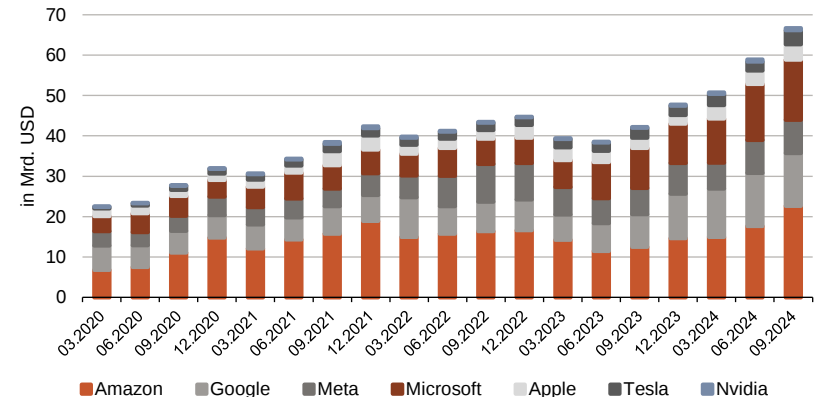
Quelle: Morgan Stanley Research
*Konsensprognosen

Zeitraum: 01.01.2019–30.01.2027

Fokus KI: Chinas KI-Modell erschüttert US-Tech-Elite

- Die neue Open-Source-KI DeepSeek-R1 soll Ergebnisse auf Top-Niveau liefern – ohne teure High-End-Chips. Investoren zweifeln nun an den milliarden schweren Chip-Plänen der US-Tech-Riesen und an ihrer Technologieführerschaft. NVIDIA erlebte am 27. Januar mit einem Tagesverlust von 600 Mrd. USD den größten absoluten Börseneinbruch eines Unternehmens in der Geschichte.
- 500-Milliarden-KI-Projekt unter Druck: Die kosteneffiziente Alternative aus China setzt die massiven Capex-Ausgaben des 500-Milliarden-Dollar-Projekts Stargate unter Druck. Geplant sind 20 gigantische KI-Rechenzentren in den USA, jedes über 46.000 Quadratmeter groß. Von den 550 Mrd. sind allerdings bisher nur 100 Mrd. gesichert.

Capex Ausgaben der Glorreichen 7 auf dem Prüfstand



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2020– 30.09.2024

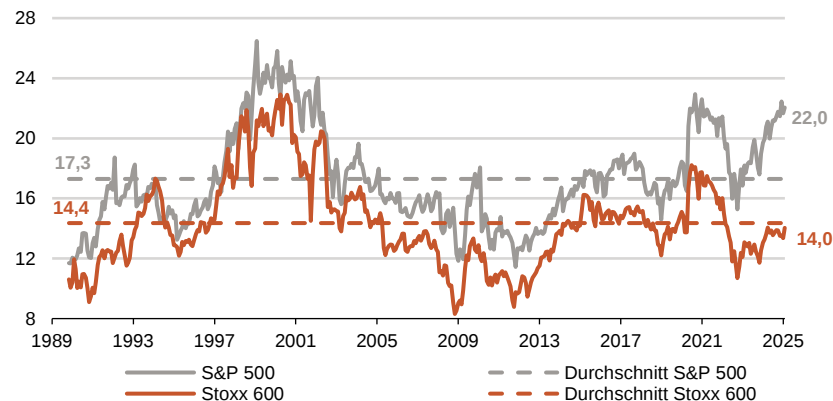
Performance und Bewertung

Europa mit Überraschungspotenzial

US-Aktien weiterhin historisch teuer

- Die Bewertungsdifferenz zwischen europäischen und US-Aktien ist auch nach der jüngsten Bewertungskonsolidierung der US-Aktien historisch hoch. Mit der starken Performance seit Jahresstart haben auch europäische Aktien aufgewertet. Aktuell notieren sie mit einem KGV von 14,0x nur noch marginal unter dem Durchschnitt seit 1989 von 14,4x.
- Trotz der jüngsten Bewertungsexpansion könnte sich die Outperformance europäischer Aktien kurzfristig fortsetzen. Denn mit Reformen, positiven Gewinnrevisionen, besseren Konjunkturdaten, chinesischem Stimulus, einem schwächeren Euro und einer möglichen Deeskalation in der Ukraine gibt es eine ganze Reihe positiver Überraschungsfaktoren. Trumps Außenpolitik bleibt das größte Risiko.

Starke Bewertungsdifferenz zwischen USA und Europa



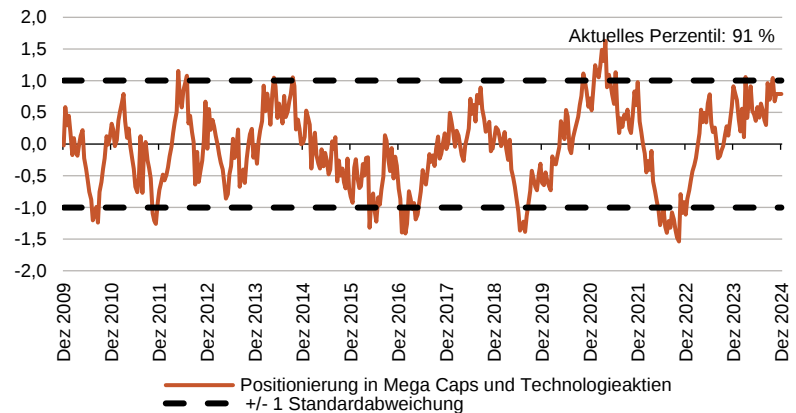
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1988 – 29.01.2025

USA mit wenig Raum für Enttäuschungen

- Mittelfristig braucht Europa jedoch eine Besserung der Wachstumsschwäche und der strukturellen Probleme. Die US-Konjunktur zeigt sich dagegen zu Jahresbeginn robust. Dies dürfte die Gewinnentwicklung der US-Unternehmen unterstützen sowie die Marktbreite erhöhen. Allerdings lassen die hohen Bewertungen, die optimistischen Gewinnerwartungen und die hohe Positionierung insbesondere im Technologiesektor wenig Raum für Enttäuschungen.
- Nach der Neutralisierung unserer regionalen Aktienquote fühlen wir uns angesichts diverser Risikoereignisse (Tech-Gewinne, Trump, Fed-Entscheid) mit unserer aktuellen Positionierung wohl.

Hohe Positionierung in Tech-Aktien macht Märkte anfällig



Quelle: Deutsche Bank

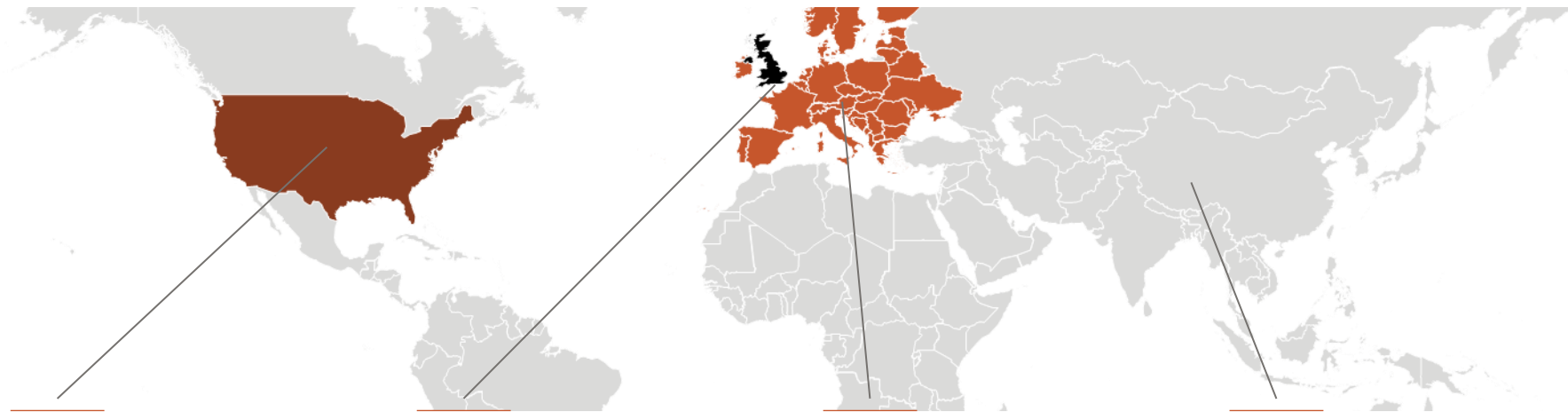
Zeitraum: 30.12.2009 – 30.12.2024

Aktien Allokation

Antizyklisches Handeln präferiert



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Neutral

- 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 haben die Marktkorrektur nach den DeepSeek-Nachrichten Ende Januar genutzt, um die Aktienquote regional zu neutralisieren und damit unser Übergewicht in den USA zu schließen.

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

Neutral

- 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.

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	30.01.2025	30.06.2025	31.12.2025	in 12 Monaten
S&P 500	6.071	6.200	6.500	6.750
DAX	21.727	21.000	22.000	23.894
Euro Stoxx 50	5.282	5.100	5.300	5.767
MSCI Großbritannien	2.464	2.450	2.600	2.758
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	2,1	7,1	11,2
DAX	-	-3,3	1,3	10,0
Euro Stoxx 50	-	-3,4	0,3	9,2
MSCI Großbritannien	-	-0,6	5,5	11,9

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 30.01.2025

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04

Anleihen



Staatsanleihen

Die Wege der Zentralbanken trennen sich

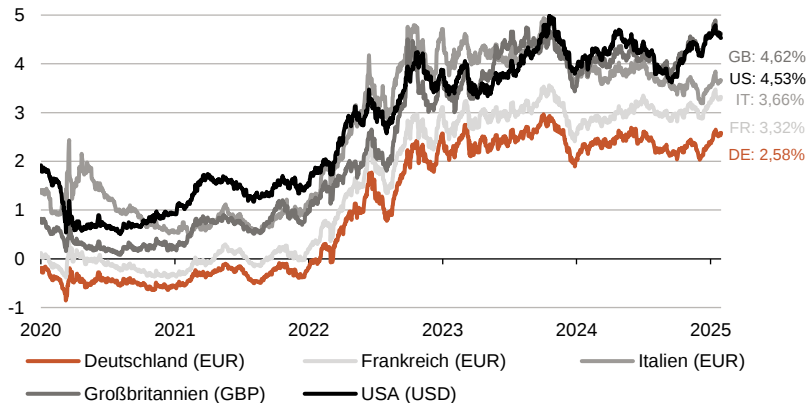


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Die Fed legt erwartungsgemäß eine Pause ein ...

- Nach der planmäßigen Sitzung am 29. Januar hat die US-Notenbank – wie von den Anlegern erwartet – den Leitzins unverändert gelassen und damit den Zinssenkungszyklus vorerst auf Eis gelegt. In seiner Pressekonferenz betonte Jerome Powell, dass die Fed „keine Eile hat, ihren geldpolitischen Kurs zu ändern“, betonte aber, dass die Zentralbank die Geldpolitik für ausreichend restriktiv hält und die Inflation weiter sinken dürfte.
- Während US-Präsident Donald Trump die Fed für ihre Entscheidung und das hohe Zinsniveau kritisiert hat, birgt seine Neuausrichtung der Wirtschafts- und Handelspolitik für die USA erhöhte Inflationsrisiken, die die Fed zu einer Pause veranlasst haben.

10-jährige Renditen (%) zuletzt volatil



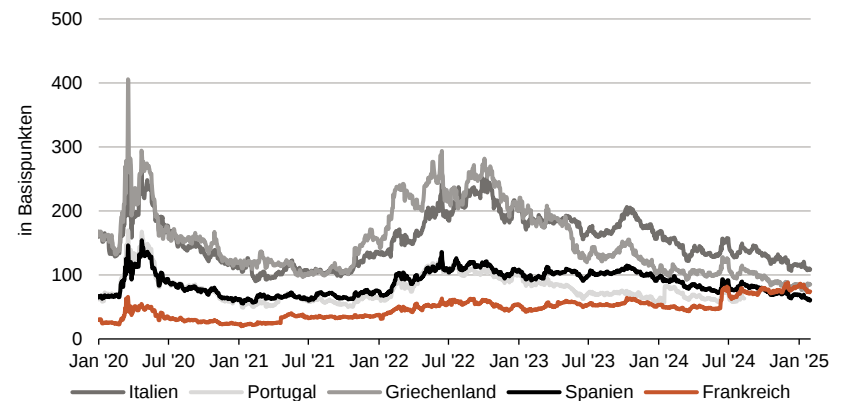
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2020–29.01.2025

... während die EZB den Leitzins weiter senkt

- Wie erwartet senkte die EZB nach ihrer Sitzung am 30. Januar den Leitzins um 25 Basispunkte und setzte damit ihren Zinssenkungszyklus fort. Die schwache Konjunktur im Euroraum gibt der EZB weiterhin Spielraum für weitere Zinssenkungen in diesem Jahr.
- Neben dem Rückgang des BIP in Deutschland schrumpfte auch die französische Wirtschaft im vierten Quartal stärker als erwartet, was vor allem auf die Verlangsamung des Wachstums der Verbraucherausgaben und die Stagnation der Unternehmensinvestitionen zurückzuführen ist. Die anhaltende Haushaltskrise und die Instabilität der Regierung belasten weiterhin das Vertrauen der Verbraucher und Unternehmen in Frankreich.

Frankreichs Risikoaufschlag bleibt hoch



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2020 – 29.01.2025

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Trump hält Europa und Schwellenländer in Atem

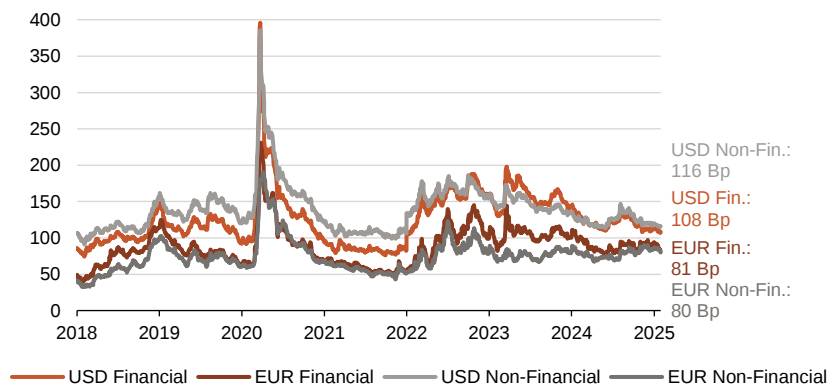


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Unternehmensanleihen: Konjunktur und Trump im Fokus

- Die Risikoauflagen von IG- sowie Hochzins-unternehmensanleihen blieben im Januar stabil. Neben der schwächeren Konjunktur im Euroraum stellen die Drohungen des neuen US-Präsidenten von Zöllen auf europäische Waren und damit ein potenzieller Handelskrieg zwischen den beiden Seiten des Atlantiks weiterhin ein Risiko dar.
- Das Hochzins- als auch das IG-Segment werden von soliden Bilanzen und Mittelzuflüssen unterstützt, während die Neuemissionen vom Markt weiterhin gut aufgenommen werden. Das Renditeniveau von Unternehmensanleihen bleibt interessant. Aufgrund der historisch niedrigen Spreads ist das Risiko von Bewertungskorrekturen in letzter Zeit jedoch gestiegen.

Unternehmensanleihen: Spreads zuletzt stabil



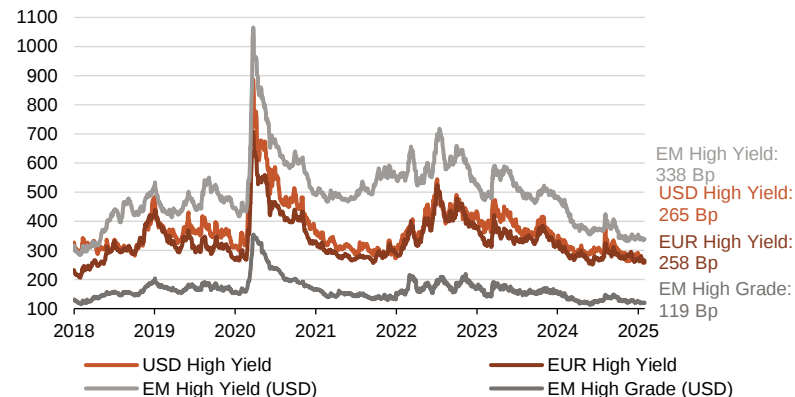
Quelle: FactSet, eigene Berechnungen.

Zeitraum: 01.01.2018–29.01.2025

Schwellenländeranleihen: Handelskriege drohen

- Die Handels- und Zollpolitik des neuen US-Präsidenten Donald Trump sorgt weiterhin für Spannungen in den Schwellenländern. Während vor seinem Amtsantritt die „Tag 1“-Zölle als durchaus realistisch galten, erscheinen die Zolldrohungen bisher weitgehend als Verhandlungstaktik des neuen Präsidenten mit den Nachbar- und Handelsländern. Dennoch bleiben potenzielle Handelskriege ein erhebliches Risiko für die Schwellenländer.
- 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 überschaubaren Verschuldungsquoten dürften einem Aufwärtstrend der EM-Risikoprämien entgegenwirken.

Schwellenländer: Risikoauflagen zuletzt volatil



Quelle: FactSet, eigene Berechnungen.

Zeitraum: 01.01.2018– 29.01.2025

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



Kernsegmente



Staatsanleihen

Untergewichten

- Da die Schwankungsbreite der Makrodaten weiterhin erhöht ist, dürfte die Zinsvolatilität bei sicheren Staatsanleihen ebenfalls erhöht bleiben. Die Zinsstruktur ist zwar nicht mehr invertiert aber immer noch recht flach. Selbst bei weiteren Zinssenkungen durch die Zentralbanken dürften Renditen längerer Laufzeiten kaum sinken.
- 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

Neutral

- Aufgrund der niedrigen Risikoaufschläge ist das Risiko von Bewertungskorrekturen sowohl im Hochzins- als auch im IG-Segment in letzter Zeit gestiegen. In unserem Basisszenario sollten sich die Spreads aber kaum ausweiten, so dass Unternehmensanleihen hoher Qualität attraktiver bleiben als Staatsanleihen. Bei der Sektorauswahl konzentrieren wir uns auf defensive Industrien und meiden zyklische. Im Bereich der Hochzinsanleihen sehen wir derzeit noch selektiv Opportunitäten.



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 durch die EZB-Zinssenkungen und des hohen Carry 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

	30.01.2025	30.06.2025		31.12.2025	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,25-4,50	4,25-4,50	4,20	4,25-4,50	3,95
10J US-Rendite	4,52	4,70	4,42	4,90	4,34
Eurozone					
Leitzins	2,90	2,25	2,25	2,25	2,10
10J Bund-Rendite	2,52	2,30	2,27	2,50	2,32
Großbritannien					
Leitzins	4,75	4,25	4,15	4,25	3,70
10J Gilts-Rendite	4,56	4,60	4,29	4,70	4,10

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 30.01.2025

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

Öl bis auf weiteres seitwärts

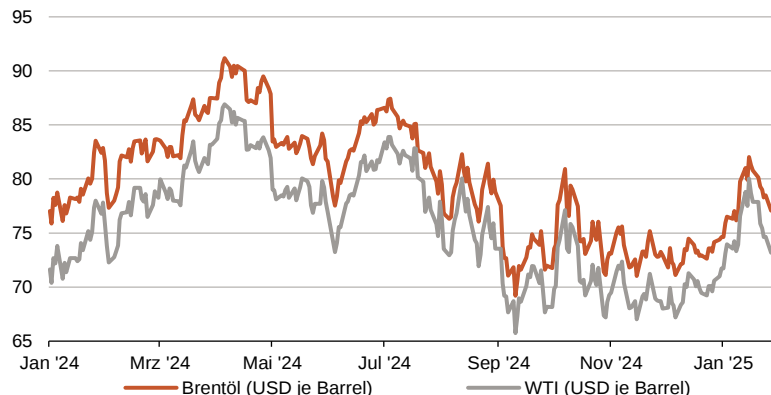


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Rohöl gefangen zwischen Angebotsüberhang und möglichen US-Sanktionen

- Zu Beginn des neuen Jahres verteuerte sich Rohöl trotz des erwarteten Angebotsüberhangs zeitweise deutlich auf über 80 USD pro Barrel. Als Haupttreiber galt die noch unter der Biden Administration veranlasste Sanktionierung der russischen Schattenflotte. Zusätzlichen Preisauftrieb verursachten Sorgen über weitere Sanktionen unter Donald Trump gegenüber Russland und dem Iran. Trump kündigte zudem Zölle auf kanadische und mexikanische Einfuhren an, welche das US-Ölangebot verknappen könnten, wenngleich US-Raffinerien sich aufgrund logistischer Probleme und der besonderen Öl-Sorten aus Kanada und Mexiko schwer tun sollten ihre Lieferungen inländisch zu beziehen. Mit der Amtseinführung von Trump, den vorerst verhaltenen Einfuhrzöllen sowie der schnellen Verlagerung russischer Ölexporte auf nicht sanktionierte Tanker vollzog der Rohölpreis zunächst eine Kehrtwende und gab seit Mitte Januar nach. Das bisherige Ausbleiben deutlicher Sanktionen steht dabei auch im Einklang mit der Politik der Trump-Administration, niedrigere Ölpreise zu fördern. Vielmehr scheinen diese als Druckmittel genutzt zu werden, etwa in Verhandlungen mit Russland den Krieg in der Ukraine zu beenden.
- Die Unsicherheit über den weiteren Verlauf des Rohölpreises bleibt aufgrund eines prognostizierten Angebotsüberhangs bestehen, sodass eine Seitwärtsbewegung bis auf Weiteres wahrscheinlich scheint. Für Preise über 85 USD/Barrel gibt es schlicht zu wenig Nachfrage, während die OPEC bei Preisen unter 70 USD/Barrel das Angebot einschränken dürfte.

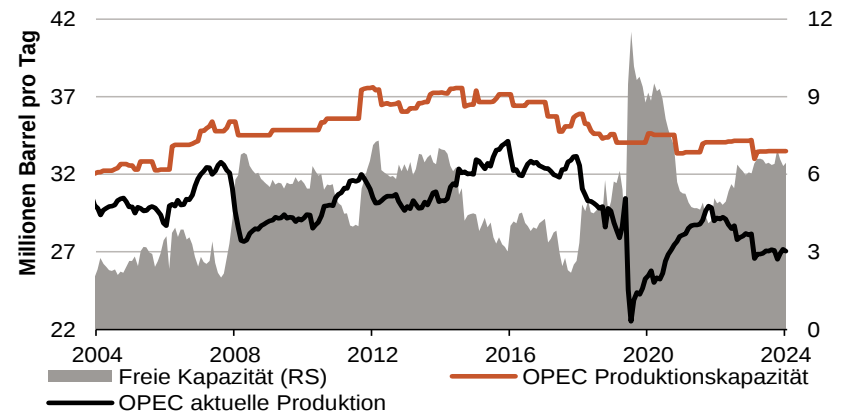
Rohöl zum Jahresstart mit deutlicher Bewegung



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2024 – 30.01.2025

Freie Kapazitäten decken mögliche Angebotsverknappung



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 31.01.2004 – 31.12.2024

Edel- und Industriemetalle

Gold scheint keine schlechten Nachrichten zu kennen

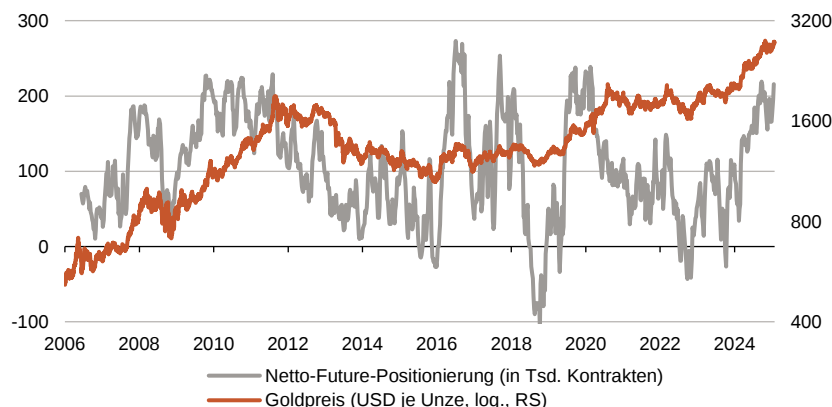


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold schon wieder auf Allzeithoch (in Euro)

- Nach der Konsolidierung Ende letzten Jahres ist Gold im neuen Jahr wieder voll durchgestartet. In US-Dollar hat das Edelmetall schon mehr als 5 % hinzugewonnen und notiert nahe Allzeithoch. In Euro notiert es mit über 2650 EUR je Unze sogar auf einem neuen Allzeithoch.
- Gold scheint derzeit von nahezu jeder Art von Newsflow zu profitieren. Sinkt die Gefahr von US-Strafzöllen, sinken auch die Inflationsgefahr und die Zinsen und somit auch die Opportunitätskosten für Gold. Steigt die Gefahr von Zöllen oder geopolitischen Spannungen, profitiert Gold als sicherer Hafen. Die Future-Positionierung ist mittlerweile allerdings im 95. Perzentil für „Managed Money“-Accounts (seit 2006) und scheint damit anfällig für externe Schocks.

Future-Investoren bereits sehr optimistisch positioniert



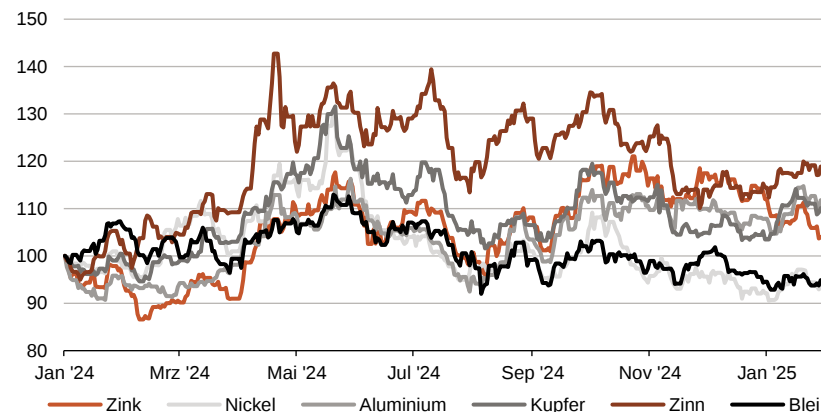
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2006–29.01.2025

Industriemetalle weiter knapp, aber in Zollgefahr

- Industriemetalle profitierten zu Monatsbeginn noch von gestiegenen Inflations Sorgen aufgrund starker US-Arbeitsmarktdaten und positiven Daten aus China wie etwa den gestiegenen Kupferimporten.
- Zuletzt trübte sich das Bild allerdings wieder ein, sodass der Metallkomplex seine Gewinne seit Jahresanfang größtenteils wieder abgab. Die US-Inflationsdaten widerlegten die Sorgen vieler Anleger, Donald Trump brachte Zölle auf Metalle ins Spiel und aus China mehrten sich wieder schlechtere Daten wie der offizielle Einkaufsmanagerindex. Nichtsdestotrotz bleiben die physischen Bestände knapp und die strukturelle Nachfrage hoch, sodass die Preise wieder steigen dürften.

Uneindeutige Daten aus China lassen Metalle schwanken



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2024–29.01.2025



06

Währungen

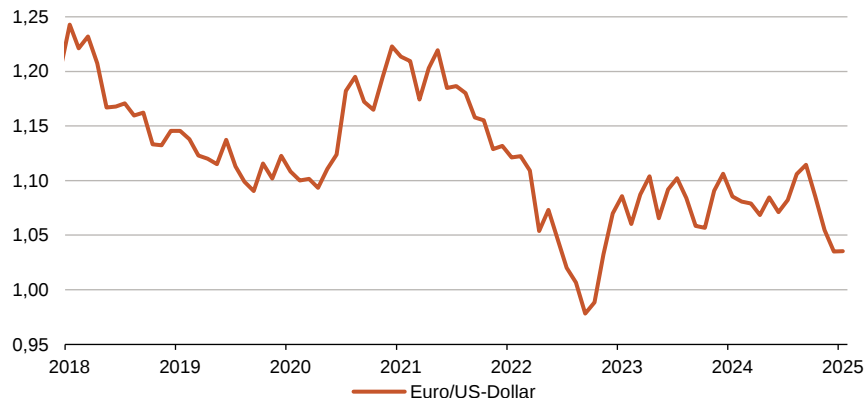
Marktentwicklung

Geld & Währung

Euro erholt sich etwas gegenüber dem US-Dollar

- Starke US-Konjunkturdaten, politische Unsicherheiten in der Eurozone und der Wahlsieg von Donald Trump trieben den Dollar Mitte Januar in die Nähe der Parität zum Euro. Dies schien jedoch eine leichte Marktübertreibung zu sein, und die Tatsache, dass Trump bisher zwar mit Zöllen gedroht, aber noch keine verhängt hat, nahm dem Greenback zuletzt wieder etwas Wind aus den Segeln.
- Sollten die konjunkturelle Dynamik in den USA nachlassen oder die Eurozone etwas an Schwung gewinnen, dürfte der Dollar im Jahresverlauf etwas von seiner derzeitigen Stärke einbüßen. Wir rechnen mit einem Kurs von 1,06 für Mitte und 1,08 für Ende 2025.

US-Dollar flirtete kurzfristig mit der Parität

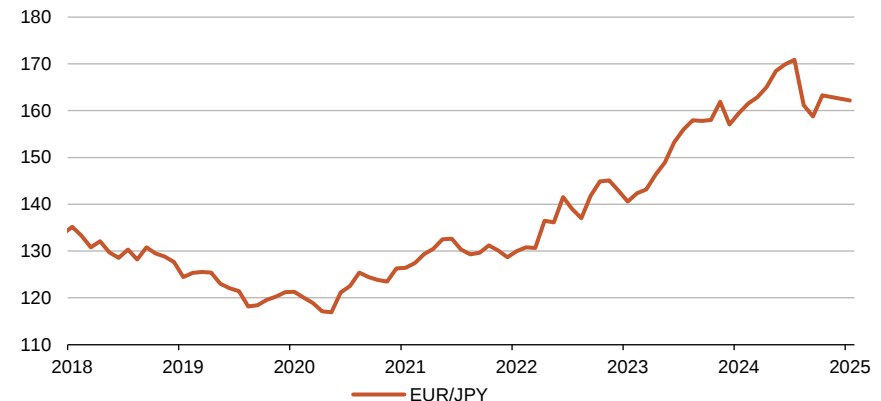


Quelle: Bloomberg

BoJ hebt Leitzins auf höchsten Stand seit 17 Jahren

- Die Kerninflation ist in Japan im Dezember um 3,0 % gegenüber dem Vorjahr gestiegen und damit so stark wie seit 16 Monaten nicht mehr. Die Inflation und das stabile Wirtschaftswachstum ermöglichen es der Bank of Japan (BoJ) die Geldpolitik weiter zu straffen.
- Auf ihrer Sitzung im Januar erhöhte die BoJ den Leitzins erneut um 25 Basispunkte auf 0,5 %. Dies gab dem japanischen Yen zusätzlichen Rückenwind. Für den weiteren Jahresverlauf rechnen wir mit weiteren vorsichtigen Leitzinserhöhungen und einer Fortsetzung der moderaten Aufwertung des Yen. Bis Ende 2025 rechnen wir mit einem Wechselkurs von 151 Yen je Euro.

Leitzinsanhebungen der BoJ stärken den Yen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

	30.01.2025	30.06.2025		31.12.2025	
			Ø*		Ø*
Wechselkursprognosen	Aktuell				
EUR/USD	1,04	1,06	1,04	1,08	1,05
EUR/GBP	0,84	0,84	0,83	0,84	0,83
EUR/CHF	0,95	0,94	0,94	0,95	0,94
EUR/JPY	160	154	157	151	157
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-2,0	-0,1	-3,8	-1,0
GBP	-	-0,4	0,8	-0,4	0,8
CHF	-	0,6	0,6	-0,5	0,6
JPY	-	4,1	2,4	6,2	2,1

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 30.01.2025

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

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

Impressum





BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Impressum



Berenberg

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg

Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900

Herausgeber

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA
Chefstrategie Wealth and Asset Management

Autoren

Ulrich Urbahn, CFA
Leiter Multi Asset Strategy & Research

Ludwig Kemper, CFA
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Philina Kuhzarani
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Konstantin Ignatov
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Mirko Schmidt
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Felix Schmidt
Leitender Volkswirt

Kontakt

www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de