



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

POSITIVER JAHRESAUFTAKT

Die Aktienmärkte haben die Diskussion um Rezession versus weiche Landung hinter sich gelassen und preisen bereits sehr günstige langfristige Aussichten für die Konjunktur und die Unternehmensgewinne ein. Für weiteres Potenzial brauchen Aktien höhere Gewinne.

ZINSENKUNGEN TROTZ KONJUNKTURERHOLUNG

Bei einer sich abzeichnenden weltweiten Konjunkturerholung und ersten Zinssenkungen im zweiten Quartal dürften die langfristigen Anleiherenditen kaum sinken, die Renditekurven steiler werden, die Marktbreite zunehmen und sich Nebenwerte und Rohstoffpreise erholen.

BALANCE WAHREN

Die Risiken für dieses günstige Szenario sind vielfältig: hartnäckigere Inflation, Geopolitik, zu optimistische Stimmung, hohe Positionierung der Anleger und die US-Wahlen. Eine ausgewogene Aufstellung ist daher nach dem starken Jahresauftakt angebracht.

Q2 | 2024



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen und Leser,
der Jahresauftakt verlief an den Aktienmärkten überraschend positiv. Nach den holprigen ersten zwei bis drei Wochen mit Verlusten von bis zu zwei Prozent kam es trotz steigender Anleiherenditen und rückläufiger Zinssenkungserwartungen zu kräftigen Kursgewinnen – bemerkenswerterweise getrieben durch gestiegene Aktienbewertungen. Unterstützend wirkten die robuste US-Konjunktur und die positive Berichterstattung für das vierte Quartal 2023 in den USA. Die Ergebnisse der großen Technologiewerte haben die KI-Euphorie wieder angefacht. Die Aktienmärkte haben damit die Diskussion um Rezession versus weiche Landung scheinbar hinter sich gelassen und preisen bereits sehr günstige langfristige Aussichten für die Konjunktur und die Gewinne ein. Nur so passen die gleichzeitig steigenden Realrenditen und Aktienbewertungen zusammen. Aber die Marktbreite ist unverändert gering.

Wie wahrscheinlich sind diese positiven Aussichten? Das Risiko einer harten Landung der US-Wirtschaft ist kurzfristig tatsächlich gesunken. Das zunächst unwahrscheinliche Szenario, dass die Inflation gesenkt werden kann, ohne eine Rezession auszulösen, wird immer wahrscheinlicher. In den USA, im Euroraum, in Japan und China gab es zuletzt positive Konjunkturüberraschungen. Unsere Volkswirte sind vorsichtig optimistisch, dass es beginnend im zweiten Quartal zu einer Erholung der Weltwirtschaft kommen wird. Zudem sind die Zins- und Inflationserwartungen im Markt nun deutlich realistischer geworden. 2024 sind nur noch halb so viele Zinssenkungen der Fed und der EZB eingepreist wie zu Jahresbeginn. Aufgrund struktureller Inflationstreiber erscheint uns der Spielraum für Zinssenkungen auf längere Sicht zwar begrenzt, wir erwarten aber, dass die Fed und EZB gegen Ende des zweiten Quartals die Zinsen senken werden. Sollte dies vor dem Hintergrund einer sich erholenden Konjunktur geschehen, dürften die langfristigen Anleiherenditen kaum fallen und die Renditestrukturkurven wieder steiler werden. Eine weitere, starke Bewertungsausweitung insbesondere bei US-Aktien ist dann unwahrscheinlich. Für weiteres Potenzial brauchen die Aktienmärkte daher höhere Gewinne. Kommt es zur globalen Konjunkturerholung und

dennoch zu ersten Zinssenkungen, dürften die Marktbreite zunehmen und (insbesondere europäische) Nebenwerte und Rohstoffpreise sich erholen. Lesen Sie hierzu das Interview mit unserem Fondsmanager für Small- und Micro-Caps, Peter Kraus, ab Seite 14.

Für das Szenario gibt es aber zahlreiche Risiken (z.B. hartnäckigere Inflation, Geopolitik). Und selbst wenn es eintritt, dürfte es auf dem Weg dorthin noch etliche Unwegsamkeiten geben (z.B. zu optimistisches Sentiment, hohe Positionierung von Anlegern, US-Wahlen). Im zweiten Quartal könnten die typischerweise positive April-Saisonalität und die sich dann möglicherweise für Juni abzeichnenden ersten Zinssenkungen durch Fed und EZB die Märkte weiter stützen, auch wenn das Aufwärtspotenzial begrenzt erscheint, bevor ab Mitte des Jahres die Sommersaisonalität und die Unsicherheit im Vorfeld der US-Wahlen zu höherer Volatilität führen dürfte. Ähnlich hohe risikoadjustierte Renditeerwartungen aller Anlageklassen und die bestehende Unsicherheit sprechen auf der Ebene der Anlageklassen mehr denn zuvor für eine ausgewogene Aufstellung. Die Chancen liegen aus unserer Sicht unter der Oberfläche.

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Aktienmärkte setzen auf günstige Aussichten	
Volkswirtschaft	Seite 6
Inflationsdruck lässt nach, Zinswende voraus	
Aktien	Seite 8
Moderates Aufwärtspotenzial	
Anleihen	Seite 10
Heterogene Rentenmärkte bieten attraktive Chancen	
Rohstoffe	Seite 12
Chancen überwiegen	
Währungen	Seite 13
Langfristige Dollarstärke – Euro holt etwas auf	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Peter Kraus	
Impressum	Seite 16



AKTIENMÄRKTE SETZEN AUF GÜNSTIGE AUSSICHTEN

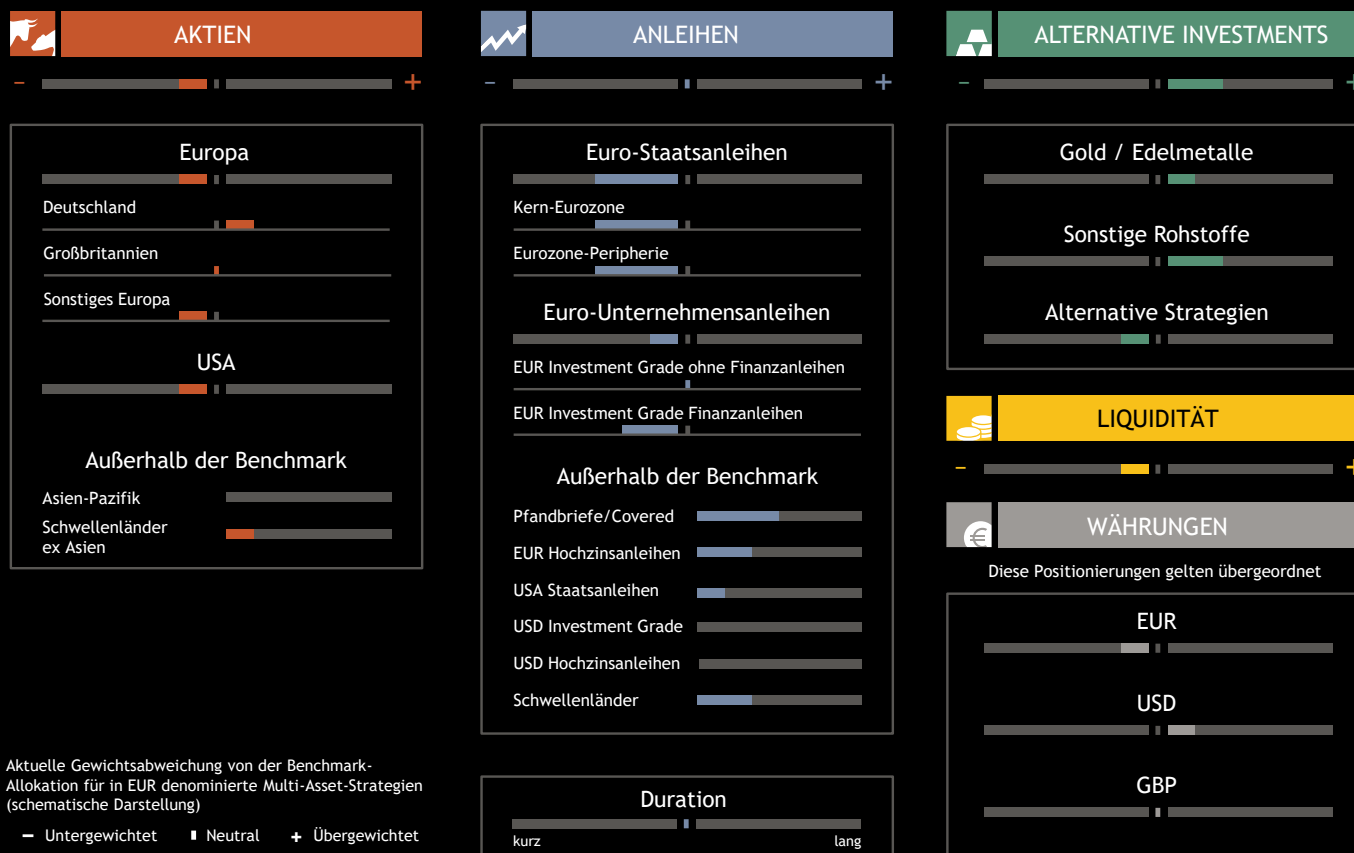
AUF DEN PUNKT

- Lockerere finanzielle Bedingungen haben die US-Konjunktur wieder angefacht. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Weltwirtschaft ab dem zweiten Quartal erholt, ist gestiegen.
- Erste Zinssenkungen bei einer sich bereits erholenden Konjunktur wären nicht vergleichbar mit den ersten Zinssenkungen der letzten Zyklen. Längerfristige Anleiherenditen dürften kaum fallen, Aktienbewertungen maximal leicht steigen.
- Sentiment und Positionierung machen Märkte aktuell anfälliger für Korrekturen. Wir sehen nur noch moderates Potenzial bei Aktien und erwarten eine zunehmende Marktbreite.
- Vergleichbare Renditeerwartungen für alle Anlageklassen und hohe Unsicherheit sprechen für balancierte Portfolios.

Portfoliopositionierung auf einen Blick

Der Blick in den Rückspiegel zeigt, dass wir mit einer zu defensiven Aufstellung in das Jahr gestartet sind. Zwar hatten wir Anfang

November unser Aktiengewicht mittels US-Aktien erhöht, aber wir haben diese Position nach deutlichen Gewinnen bereits Anfang Januar wieder geschlossen. Die erwartete Wachstumsschwäche, bevor es wieder aufwärts gehen kann, blieb bisher aus. Mit den starken Kursgewinnen setzen die Aktienmärkte nun auf sehr positive Aussichten für Konjunktur und Unternehmensgewinne. Ohne eine Korrektur des optimistischen Sentiments und der hohen Positionierung bleiben wir angesichts vielfältiger Risiken für dieses positive Szenario aber balanciert positioniert. Die stärksten Überzeugungen unter der Oberfläche haben wir bei Edel- und Industriemetallen, breit gestreuten US-Aktien (neue Positionierung seit Mitte März), europäischen Nebenwerten, Pfandbriefen, Nachranganleihen von Banken, Katastrophenanleihen, Schwellenländeranleihen in Lokalwährung sowie einer Position, die von einer steileren US-Renditestruktur profitieren würde. Unser Fokus auf Qualitäts- und Wachstumsaktien dürfte von fallenden Zinsen ebenfalls profitieren. Mit niedriger Anlegerpositionierung und starker Nachfrage aus China bleibt Gold bei rückläufigen Zentralbankzinsen trotz Allzeithoch attraktiv.



Erstes Quartal: Lockere Finanzkonditionen stützen die Konjunktur

Die starke Lockerung der Finanzbedingungen durch die Kapitalmärkte im November / Dezember 2023 (z.B. niedrigere Zinsen und Risikoaufschläge) haben besonders der US-Wirtschaft neuen Schwung verliehen. Auch die Kreditvergabestandards der US-Banken sind stark gelockert worden, und trotz quantitativer Drosselung war in den USA durch die Reduktion der Reverse Repo-Fazilität die Nettoliquidität unterstützend. Seit Jahresbeginn haben die Konjunkturüberraschungen aber auch im Euroraum, in China und in Japan ins Positive gedreht. Im Gegenzug erweist sich die US-Inflation als hartnäckiger. Die zu Jahresende von den Märkten eingepreisten Zinssenkungen wurden deshalb mehr als halbiert. Anleiherenditen zogen wieder an, 10-jährige Bund- und US-Treasury-Renditen um mehr als 40Bp – 10-jährige US-Realrenditen kletterten auf 2 %. Viele Anleihe-segmente sind damit seit Jahresbeginn negativ. Der US-Dollar legte leicht zu. Bei Aktien und Öl dominierte jedoch der Konjunkturoptimismus – die Märkte setzen auf langfristig positive Gewinn- und Konjunktorentwicklungen, zu denen dann auch die höheren Realrenditen passen würden.

Konjunkturaufhellung birgt Risiko höherer Zinsen für länger

Die Konsensprognosen für das Weltwirtschaftswachstum im Jahr 2024 steigen seit Jahresbeginn, angeführt von den USA (Grafik Seite 5 oben). Der globale Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe lag im Februar erstmals seit August 2022 über der kritischen Marke von 50. Eine weltwirtschaftliche Erholung zeichnet sich ab. Vor diesem Hintergrund und mit US-Wachstum oberhalb des Potenzialwachstums bleibt ein Wiederanstieg der Inflation ein Hauptrisiko für die Märkte. Die kurzfristige

Inflationsdynamik zog jüngst bereits wieder etwas an. Dies könnte die Konjunktur und die Aktienmärkte, vergleichbar mit der Phase Ende Juli bis Ende Oktober 2023 (mittlere Grafik, Seite 5), wieder belasten. Damals hatte die Fed die Zinsen allerdings noch einmal angehoben, was jetzt unwahrscheinlich ist, da der aktuelle Leitzins selbst bei hartnäckigerer Inflation real deutlich höher liegt. Ein erneuter Anstieg der 10-jährigen US-Realrenditen auf 2,5 % dürfte jedoch weitere Zinserhöhungen erforderlich machen – es sei denn, darin würden sich solide Wachstumsaussichten widerspiegeln, was dann kein großes Problem für die Aktienmärkte sein dürfte.

Zinssenkungen trotz Konjunkturerholung = stabile Anleiherenditen

Bei vorerst weiter rückläufiger Inflation – wie im Basisszenario unserer Volkswirte – dürften die Notenbanken trotz der sich abzeichnenden Konjunkturerholung im Juni mit Zinssenkungen beginnen. Die Renditen langlaufender Anleihen dürften aber kaum sinken. Bei strukturell höherer Inflation und steigender Staatsverschuldung dürfte sich die Risikoprämie für das Halten langfristiger Anleihen, das „Term Premium“, etwas normalisieren und die Renditestrukturkurve wieder steiler werden. Längerfristig halten wir den Spielraum für Zinssenkungen ohne eine Rezession für begrenzt. Neben den strukturellen Faktoren wie Demografie, Energiewende, Neuordnung der Lieferketten und Aufrüstung darf auch eine weitere Trump-Präsidentschaft mit potenziell höheren Zöllen, wieder weniger Immigration, weiterem Inflationsdruck durch die Deglobalisierung und einer starken fiskalischen Expansion nicht außer Acht gelassen werden. Auch angesichts des hohen Haushaltsdefizits in den USA bleibt aus unserer Sicht ein hoher Sachwertanteil bzw. ein Inflationsschutz in Portfolios wichtig.

Positive Konjunkturüberraschungen in Q1 beflügelten Ölpreis und Aktienmärkte und lasteten auf Anleihen. Gold und US-Dollar legten zu.

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und 2023 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.¹	
	■ YTD (31.12.23-18.03.24)	■ 2023 (31.12.22-31.12.23)	18.03.23	18.03.22	18.03.21	18.03.20	18.03.19			18.03.18
			18.03.24	18.03.23	18.03.22	18.03.21	18.03.20			18.03.19
Brent	-4,1	16,5	29,1	-11,6	106,7	84,7	-52,7	15,6	40,4	
S&P 500		10,3	31,2	-7,5	24,7	51,1	-9,8	15,6	21,1	
Stoxx Europa 50		7,6	20,1	4,7	14,1	42,1	-21,2	9,9	16,6	
DAX		7,1	21,4	2,5	-2,5	75,0	-27,6	9,0	20,5	
Gold		6,3	6,5	7,2	19,3	7,0	18,4	11,6	13,4	
MSCI EM		3,6	10,0	-9,6	-8,1	58,9	-21,1	2,7	16,9	
EM-Staatsanleihen		1,7	7,1	-3,8	1,2	8,7	-4,4	1,6	8,5	
USD/EUR	-3,0	1,5	-1,9	3,6	7,8	-8,4	3,9	0,8	7,2	
Euro-Übernachteinlage		0,8	3,7	0,6	-0,6	-0,5	-0,4	0,5	0,1	
US-Staatsanleihen		3,3	-3,1	-2,2	5,3	-9,5	15,0	0,7	7,0	
Euro-Unternehmensanleihen		0,7	6,0	-8,1	-5,2	9,0	-3,3	-0,5	3,9	
Euro-Staatsanleihen		8,2	2,3	-7,4	-3,2	3,3	-0,1	-1,1	3,8	

Zeitraum: 18.03.2019-18.03.2024

Quelle: Bloomberg * CAGR = annualisierte Rendite (in %, in EUR); Std.-Abw. = annualisierte Standardabweichung (in %, in EUR)



Moderates Aktienpotenzial bei mehr Marktbreite

Die verbesserten Konjunkturaussichten spiegeln sich noch nicht in deutlichen Aufwärtsrevisionen der Gewinnschätzungen wider. Die Kursgewinne sind damit fast ausschließlich Ergebnis steigender Bewertungen; vor allem US-Aktien sind hoch bewertet. Ohne Aufwärtsrevision der Gewinnerwartungen dürfte weiteres Potenzial dort selbst bei Zinssenkungen begrenzt sein. Die Gewinnmargen stehen aber durch Lohnwachstum und Zinsen unter Druck. Starkes Produktivitätswachstum (z.B. durch KI, kürzere Lieferketten, Automatisierung, ausreichende Energie) ist somit essenziell.

Entgegen unserer Erwartung ist die Marktbreite dieses Jahr bisher gering geblieben. Gleichgewichtete Indizes haben sich deutlich schwächer entwickelt als Indizes nach Marktkapitalisierung (untere Grafik). Die KI-Euphorie beflügelte erneut wenige große Unternehmen, und unter der Oberfläche zeigt sich die Zinssensitivität. Verfestigt sich jedoch das Bild anstehender erster Zinssenkungen trotz einer sich abzeichnenden Konjunkturerholung, dürfte die Marktbreite zunehmen und (europäische) Nebenwerte und Rohstoffpreise dürften sich erholen. In den USA hat sich die relative Entwicklung des gleichgewichteten Index, den wir mittels eines ETFs im März allokiert hatten, jüngst stabilisiert.

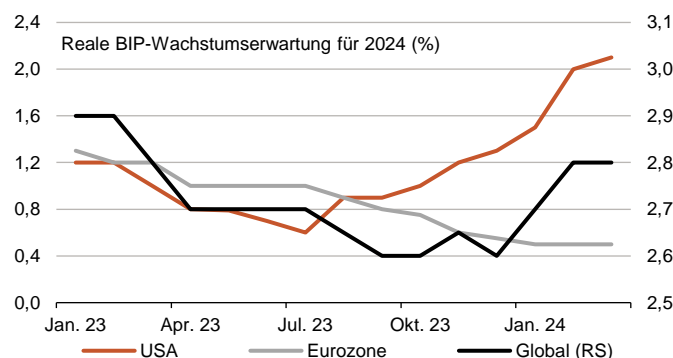
Sentiment und Positionierung erhöhen Anfälligkeit der Märkte

Der Gleichlauf von Aktien und Anleihen hat deutlich abgenommen, die Anleihevolatilität ist gefallen und die Aktienvolatilität ist niedrig. Systematische Anleger haben deshalb Aktienpositionen weiter aufgebaut und sind dort nun hoch positioniert. Die Anlegerstimmung ist bullisch. Zudem sind die Kassenquoten laut Umfragen sowie Analysen von US-Publikumsfonds unterdurchschnittlich. Die Aktienmärkte sind damit wieder anfälliger für eine Korrektur. Ohne einen Auslöser dafür könnten Aktien aber angesichts der typischerweise positiven April-Saisonalität und bei sich für Juni abzeichnenden Zinssenkungen zunächst weiter nach oben tendieren, getrieben von Nachzüglern, die Richtung Sommer outperformen dürften. Gleichgewichtete Indizes und Nebenwerte dürften aufholen. Spätestens im dritten Quartal, im gewöhnlich schwachen Sommer und im Vorfeld der US-Wahlen, dürfte es aber zu Rückschlägen kommen. Angesichts der vielen Risiken spricht dies für eine breite, balancierte Positionierung. Unsere Erwartung steilerer Renditstrukturkurven und kaum veränderter langfristiger Renditen spricht gegen eine erhöhte Durationspositionierung. Erholt sich die Konjunktur, bleiben Unternehmensanleihen hoher Qualität trotz gesunkener Risikoaufschläge attraktiv. Angesichts der Stärke der US-Wirtschaft sowie eines möglichen Trump-Sieges dürfte der US-Dollar vorerst nur wenig zur Schwäche neigen.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Die Konjunkturaussichten hellen sich auf, angeführt von den USA

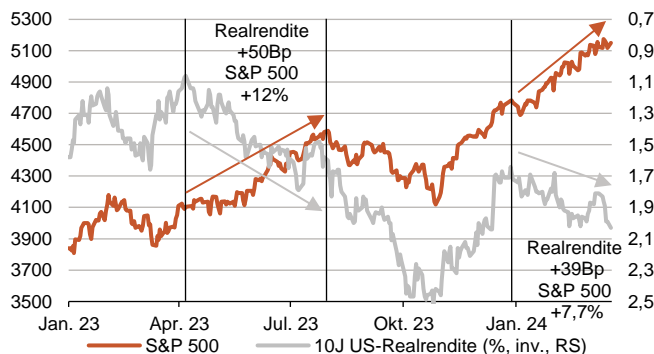
Die Konsensprognosen der Bankvolkswirte für das Weltwirtschaftswachstum 2024 ziehen an. Prognosen für die Eurozone stabilisieren sich



Zeitraum: 01.01.2023-18.03.2024
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Aktien und Realrenditen steigen! Passt das diesmal zusammen?

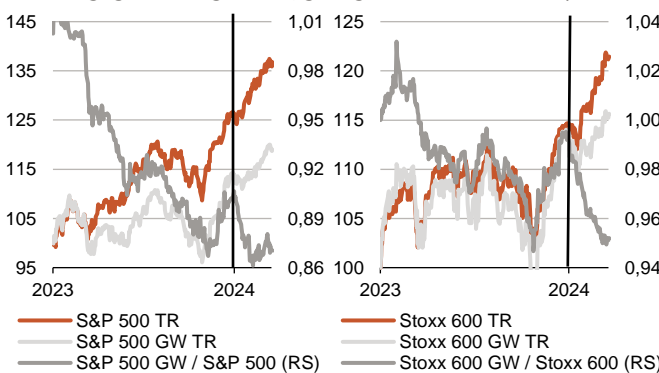
Höhere Realrenditen könnten Aktien wieder belasten, außer sie reflektieren starkes Konjunktur- und Gewinnwachstum und nicht restriktive Geldpolitik



Zeitraum: 01.01.2023-18.03.2024
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Geringe Marktbreite - wenige Titel treiben die Aktienmärkte!

Die Aktienmarktentwicklung beidseits des Atlantiks ist auch dieses Jahr bisher durch wenige große Titel getrieben, gleichgewichtete Indizes underperfornten



Zeitraum: 01.01.2023-18.03.2024 GW kennzeichnet gleichgewichtete Indizes
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



INFLATIONSDRUCK LÄSST NACH, ZINSWENDE VORAUS

AUF DEN PUNKT

- USA: mehr Wachstum als erwartet.
- Europa: Stagnation im Winter, Aufschwung im Frühjahr.
- Inflationsdruck geht zurück – aber nicht dauerhaft auf 2 %.
- Geldpolitik: Fed und EZB senken Zinsen ab Juni.

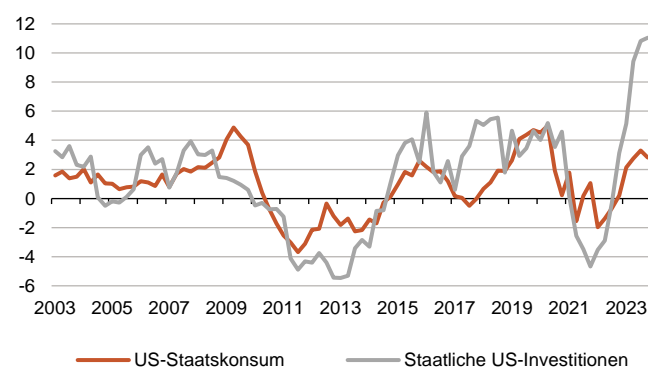
USA: Fiskalpolitik stützt Konjunktur trotz hoher Zinsen

Trotz der energischen Zinsanhebung durch die Fed hält sich die US-Konjunktur weiterhin besser als erwartet. Selbst der zinsensible Wohnungsbau, der zunächst um 20 % eingebrochen war, löst sich langsam von der Talsohle. Dank einem weiterhin robusten Arbeitsmarkt ist die Ausgabenneigung der privaten Verbraucher ungebrochen. Auch die Unternehmen haben bisher trotz höherer Finanzierungskosten ihre Investitionen nicht zurückgefahren. Dank hoher Reserven sind sie weniger auf Kredite angewiesen als früher. Außerdem hatten sie in den Vorjahren – anders als in früheren Zyklen – keine Überkapazitäten aufgebaut. Deshalb müssen sie solche jetzt nicht durch geringere Investitionen ausgleichen.

Der wichtigste Grund für das anhaltend hohe US-Wachstum liegt in der Fiskalpolitik. Erstens wirken die Steueranreize für grüne (und einige andere) Investitionen der restriktiven Geldpolitik entgegen. Zweitens erhöht der Staat seine eigenen Ausgaben massiv, im Schlussquartal 2023 real um 4,5 % gegenüber dem Vorjahr. Als Folge hoher Bundeszuschüsse konnten die Bundestaaten und Gemeinden ihre Investitionen sogar um 16,3 % steigern.

Fiskalischer Rückenwind: US-Staatsausgaben

Anstieg gegenüber dem Vorjahreszeitraum in %; preisbereinigte Gesamtausgaben



Zeitraum: Q1 2003-Q4 2023
Quelle: BEA

Natürlich verbleiben erhebliche Risiken. Denn die Geldpolitik wirkt zeitlich verzögert. Sie kann die Konjunktur also noch in diesem Jahr bremsen, obwohl die USA (und Europa) den Zinsgipfel bereits im Herbst 2023 erreicht hatten. Allerdings dürfte die Fiskalpolitik im Wahljahr 2024 expansiv bleiben. Wir erhöhen unsere Prognose für das US-Wachstum in diesem Jahr von 2,2 % auf 2,4 % nach 2,5 % im Vorjahr. Wir rechnen weiterhin damit, dass sich das Wachstum nach einem guten Start ins Jahr 2024 im Frühjahr und Sommer etwas abschwächt, bevor es nach einem ersten Lockern der Geldpolitik Ende 2024 wieder an Schwung gewinnen wird.

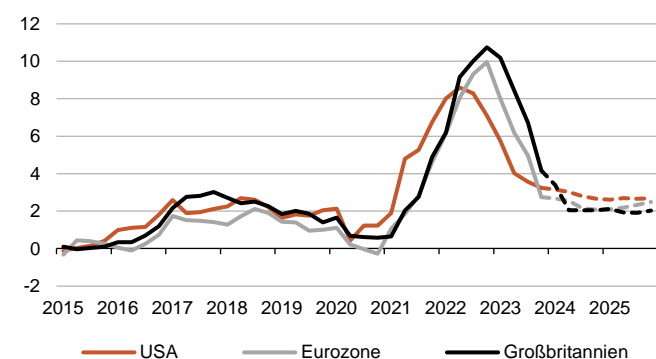
Durchwachsender Ausblick für Europa

Zwei sehr unterschiedliche Kräfte prägen den Ausblick für die europäische Konjunktur für die kommenden Monate. Einerseits hat der Kontinent auch den zweiten Winter nach dem Putin-Schock gut überstanden. Kurz vor dem Ende der üblichen Heizperiode sind die Erdgasspeicher mit 60 % immer noch außergewöhnlich gut gefüllt. Im Großhandel ist der Marktpreis für Erdgas deshalb nur noch etwa halb so hoch wie vor einem Jahr. Zudem steigen die Einkommen der Verbraucher bei rückläufiger Inflation, einem weitgehend stabilen Arbeitsmarkt und höheren Lohnzuwächsen bereits seit dem Frühjahr 2023 wieder stärker als die Preise. Die Verbraucher haben damit real – also nach Abzug der Inflation – wieder mehr Geld in der Tasche.

Andererseits steckt das verarbeitende Gewerbe weiterhin in einer Rezession. Der schwache Welthandel trifft insbesondere Länder wie Deutschland, die sich auf die Ausfuhr von Waren spezialisiert haben. Dieser Effekt wird durch eine ausgeprägte Lagerkorrektur

Inflation: Der Druck lässt nach

Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahreszeitraum in %



Zeitraum: Q1 2015-Q4 2025
Gestrichelt: Berenberg-Prognose. USA: CPI-U, Eurozone: HVPI, GB: VPI, Quellen: BLS, Eurostat, ONS, Berenberg



verstärkt. Viele Unternehmen hatten 2022 das Ende der Corona-Lieferkettenengpässe genutzt, um Lagerbestände an Vor- und Fertigprodukten aufzubauen. Bei schwächelnder Nachfrage bauen sie seit dem Frühjahr 2023 ihre Lagerbestände wieder ab. Vorläufig produzieren sie also weniger, als sie verkaufen.

Mittlerweile mehren sich jedoch die Anzeichen, dass diese Lagerkorrektur in Kürze ausgestanden sein könnte. Der Anstieg der Einkaufsmanagerindizes deutet darauf hin, dass das verarbeitende Gewerbe ab dem Frühjahr wieder etwas zulegen kann.

Europa: neuer Schwung im Frühjahr

Nach einer Stagnation im Winter zeichnet sich für die Eurozone ein neuer Aufschwung im Frühjahr ab. Sobald die Konjunktur nach dem Ende der Lagerkorrektur etwas Tritt gefasst hat, werden viele Unternehmen wieder mehr investieren, um Lieferketten neu zu strukturieren und knappe Arbeitskräfte zu ersetzen. Obwohl China strukturell schwach bleiben wird, kann sich die Ausfuhr dorthin vermutlich leicht erholen. Schließlich dürfte China 2024 mit etwa 3 bis 4 % wachsen, auch wenn sich das offizielle Wachstumsziel von 5 % wohl nur mit statistischen Tricks erreichen lässt. Bei besserer Nachrichtenlage aus dem Verarbeitenden Gewerbe dürfte in der Eurozone im Frühjahr auch die Kauflust der Verbraucher wieder etwas zunehmen. Getrieben von einer anziehenden Binnennachfrage kann die Konjunktur in der Eurozone im Herbst wieder ein Wachstumstempo etwas oberhalb der Trendrate von 1,3 % erreichen. Dank der Reformen früherer Jahre und einer expansiveren Fiskalpolitik wird Südeuropa dabei weiterhin besser abschneiden als Deutschland. Für Großbritannien rechnen wir mit einem ähnlichen Verlauf wie für die Eurozone.

Wachstums- und Inflationsprognosen

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

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.
 ** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 18.03.2024

Der große Inflationsschub ist ausgestanden

Auf beiden Seiten des Atlantiks hat der Preisdruck erheblich nachgelassen. Tendenziell werden die Kernraten der Inflation (ohne die schwankungsanfälligen Preise für Energie und Nahrungsmittel) in den kommenden Monaten voraussichtlich etwas weiter zurückgehen. Angesichts der weiterhin robusten Binnennachfrage rechnen wir jedoch nicht damit, dass die US-Inflation auf 2 % sinken wird. Es mehren sich stattdessen die Anzeichen, dass sie sich bei etwa 2,5 % oder leicht darüber einpendeln wird.

Da viele Energiepreise derzeit sinken und der große Preisschub bei Nahrungsmitteln ausgestanden ist, kann die Inflation in der Eurozone dagegen im Herbst auf etwa 2 % fallen. Aber im Zuge des Aufschwungs werden Unternehmen im Jahr 2025 wieder mehr Preissetzungsmacht haben. Auf Dauer werden anhaltend hohe Lohnzuwächse die Preise für arbeitsintensive Dienstleistungen weiter in die Höhe treiben. Da zudem die Kosten des Klimaschutzes zu Buche schlagen, rechnen wir damit, dass die Inflation in Europa im Laufe des Jahres 2025 wieder auf 2,5 % anziehen wird.

Zentralbanken: erste Zinssenkungen im Juni

Die US-Fed möchte einen spürbaren Anstieg der Arbeitslosigkeit vermeiden. Für viele US-Notenbanker ist eine Inflationsrate von etwa 2,5 % akzeptabel. Deshalb wird die Fed ihren Leitzins wohl ab Juni 2024 wieder senken, vermutlich von jetzt 5,5 % auf 4,75 % bis Ende 2024 und 4 % bis Mitte 2025. Auch für die Eurozone (und Großbritannien) erwarten wir angesichts rückläufiger Inflationsraten erste Zinsschritte nach unten ab Juni 2024.

Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt



MODERATES AUFWÄRTSPOTENZIAL

AUF DEN PUNKT

- Aktienindizes dürften noch moderates Aufwärtspotenzial bis zum Jahresende haben. Allerdings dürfte es vor allem in den USA keine weitere, größere Bewertungsausweitung geben.
- Nebenwerte bieten mehr Potenzial, auch unterstützt durch zunehmende M&A-Transaktionen.
- Unser Fokus liegt auf Quality-Growth-Aktien mit hohen Gewinnwachstumsraten. Value-Regionen wie Lateinamerika finden wir als Beimischung weiterhin attraktiv.

Erfreulicher Jahresstart

Anhaltend robuste US-Makrodaten und positive Konjunkturdaten für Japan und die Eurozone haben zu einer Fortsetzung der Aktienhausse geführt, unterstützt auch durch lockere Finanzbedingungen und eine solide Berichtssaison. Steigende Realzinsen aufgrund zunehmender Inflationsrisiken und das Auspreisen von Zentralbankzinssenkungen wurden hingegen vom Markt zumindest oberflächlich ignoriert. Im Gegensatz zur Jahresendrallye hat die Marktbreite jedoch wieder abgenommen. Zinnsensitive Nebenwerte hatten gegenüber ihren „Large Cap“-Pendants dieses Jahr bisher das Nachsehen.

Gemischte Änderungen der Gewinnerwartungen

Obwohl die Q4-Berichtssaison im Aggregat positiv überraschte, fallen die Veränderungen der Gewinnerwartungen für 2024 gemischt aus. Japan profitiert insbesondere vom schwachen Yen und hat die größten positiven Gewinnrevisionen gesehen.

Bei US-Aktien sahen vor allem KI-Profiture Erhöhungen der Gewinnschätzungen, sodass im Aggregat die EPS-Schätzungen für den S&P 500 zumindest leicht anstiegen. Negative Gewinnrevisionen überwogen hingegen in Europa und den Schwellenländern. Angesichts der nach wie vor hohen Zinsen, Löhne und wieder gestiegenen Rohstoffpreise gehen wir weiterhin davon aus, dass es die Unternehmensgewinne dieses Jahr schwer haben werden, nach oben zu überraschen.

Weitere Bewertungsausweitung in den USA limitiert

Die jüngste Hausse war stark bewertungsgetrieben und das trotz steigender Zinsen, was eher ungewöhnlich ist. So steht das Forward-KGV für den S&P 500 nun wieder bei knapp 21 (90. Perzentil über die letzten 10 Jahre), deutlich oberhalb des historischen Durchschnitts von 17. Ein Treiber waren neben der Hoffnung auf langfristig höhere Gewinne aufgrund der KI-Revolution die anhaltenden Zuflüsse in US-Technologie – der einzige Aktiensektor mit massiven Zuflüssen in den letzten Monaten, dank KI-Euphorie. Zudem haben systematische Strategien ihr Aktienexposure weiter ausgebaut, allen voran Risikoparitätsstrategien – dank einer fallenden Korrelation zwischen Aktien und Anleihen. Wir halten angesichts der schon hohen Positionierung nicht-fundamentaler Anleger das Potenzial für eine größere Bewertungsausweitung für limitiert, selbst im Falle von Zinssenkungen seitens der Zentralbanken. Andere Segmente wie europäische Aktien und Nebenwerte sind hingegen günstig im Vergleich zur eigenen Historie bewertet. Sollten unsere Volkswirte recht behalten und sich das europäische Wachstum ab dem zweiten Quartal 2024 wieder beschleunigen, dürften nicht

Für die meisten Aktienregionen war es ein guter Jahresstart - Japan ist YTD vorne, gefolgt vom EuroStoxx 50 und S&P 500

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in 2023 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.23-18.03.24)	■ 2023 (31.12.22-31.12.23)	18.03.23	18.03.22	18.03.21	18.03.20	18.03.19			
			18.03.24	18.03.23	18.03.22	18.03.21	18.03.20			
MSCI Japan	11,5	16,2	24,9	-2,6	-3,9	46,7	-12,4	1,5	2,2	16,7
Euro Stoxx 50	10,5	22,2	25,7	6,8	2,8	65,4	-27,7	2,0	3,3	13,8
S&P 500	10,3	22,3	31,2	-7,5	24,7	51,1	-9,8	4,2	1,5	20,9
Stoxx Europa 50	7,6	15,1	20,1	4,7	14,1	42,1	-21,2	2,5	3,4	14,8
DAX	7,1	20,3	21,4	2,5	-2,5	75,0	-27,6	1,5	3,2	12,6
Stoxx Europa Zyklisch	6,4	22,4	26,1	-4,6	7,0	79,5	-32,3			
MSCI EM Asien	4,7		7,9	-8,8	-11,8	61,2	-15,0	1,6	4,2	12,7
Stoxx Europa Defensiv	3,4	9,8	14,0	0,5	16,7	31,1	-18,9			
MSCI USA Small Caps	2,6	14,1	18,2	-10,7	6,1	107,7	-33,0	1,8	1,7	19,4
MSCI Großbritannien	2,3	10,2	12,5	-1,0	18,2	45,1	-32,6	1,7	4,1	11,3
Stoxx Europa Small 200	1,5	12,3	11,8	-13,6	2,6	75,2	-27,4	1,4	3,4	12,9
MSCI EM Lateinamerika	-3,7	28,5	25,9	-6,5	22,8	46,6	-44,5	1,5	6,2	9,0

Zeitraum: 18.03.2019-18.03.2024

Quelle: Bloomberg * KBV = Kurs-Buchwert-Verhältnis; Div. = Dividendenrendite (%); KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis. Werte basieren auf Schätzungen für die nächsten 12 Monate



nur die Gewinne, sondern auch die Bewertungen europäischer Unternehmen steigen.

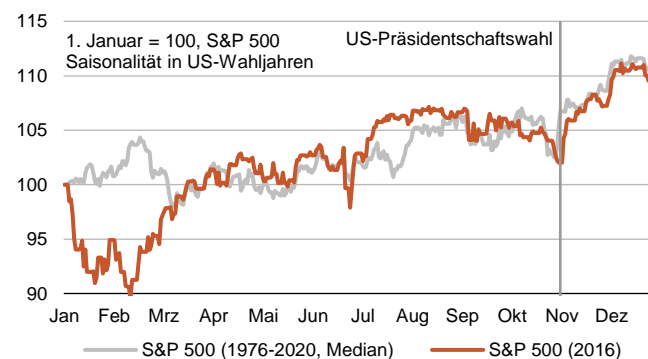
Marktbreite dürfte im weiteren Jahresverlauf zulegen

Wir sehen Chancen vor allem unter der Oberfläche. So gefallen uns Unternehmen aus dem Gesundheitssektor, die von mehreren Megatrends wie der alternden Bevölkerung und der Digitalisierung profitieren. Small Caps mit gesunden Bilanzen dürften unseres Erachtens Aufholpotenzial haben. Dafür sprechen neben der günstigen Bewertung auch die zunehmenden M&A-Transaktionen sowie die Stabilisierung der Zinsen. Unser Fokus liegt weiterhin auf europäischen Qualitätswachstumswerten, die von ihren überdurchschnittlichen Gewinnwachstumsraten profitieren sollten. „Value“-Regionen wie Lateinamerika mögen wir aus Diversifikationsgründen als zyklischen Play und, weil die im Index relativ stark vertretenen Rohstoffaktien bisher deutlich weniger gestiegen sind als die Rohstoffe selbst. Gleichzeitig sollte der US-Aktienmarkt trotz hoher Bewertung relativ unterstützt bleiben. Dafür spricht neben der stärkeren US-Konjunktur, den niedrigeren Energiekosten und den innovativeren Unternehmen vor allem, dass die Mega-Caps am stärksten durch nicht-fundamentale Zuflüsse (ETFs, Optionen, Buybacks) unterstützt bleiben. Insgesamt sehen wir aufgrund der Positionierung und Bewertung nur noch ein moderates Aufwärtspotenzial für Aktienindizes bis zum Jahresende. Die Wahrscheinlichkeit eines Rückschlags über den Sommer ist im Einklang mit der typischen Saisonalität deutlich gestiegen, zumal auch der US-Präsidentschaftswahlkampf in die heiße Phase geht. Dieser dürfte naturgemäß für eine gewisse Volatilität an den Märkten sorgen.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

Volatilität dürfte über den Sommer ansteigen

Saisonalität spricht für Volatilität im Vorfeld der US-Wahlen, ehe es für den S&P 500 nach den Wahlen mit abnehmender Unsicherheit wieder bergauf geht



Zeitraum: 01.01.1976-31.12.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

Neue Dynamik in vielen Branchen

Bei unseren Gesprächen mit Unternehmen im Rahmen von Konferenzen und Einzelgesprächen zeigten sich die Entscheidungsträger überwiegend optimistisch. Gesundheitsunternehmen wie Novo Nordisk und Eli Lilly verweisen auf ihr weiterhin dynamisches Wachstum im Bereich der Behandlung von Adipositas. Im Bereich Life Science werden zwar Lagerbestände abgebaut, eine Trendwende im Orderverhalten der Kunden bleibt jedoch bisher aus, während sich das Finanzierungsumfeld in der Biotech-Branche langsam zu verbessern scheint. Aus der Private-Equity-Branche hören wir hingegen, dass das Fundraising weiterhin schwierig ist, gut etablierte Strategien mit starkem Track Record aber weiterhin gefragt sind. Die Veräußerungen dürften in diesem Jahr wieder zunehmen. Getrieben von einer starken Nachfrage aus dem Bereich der künstlichen Intelligenz zeigt der Markt für Speichermedien erste Anzeichen einer Erholung. Auch im Automobilssektor sind die Unternehmen vorsichtig optimistisch, da die Lagerbestände gut abgebaut werden konnten. Eine steigende Nachfrage nach Elektroautos in Europa wird vor allem aus den südlichen Ländern erwartet. Nach einer kurzfristigen Schwäche im Luxusmarkt war im vierten Quartal wieder ein deutlicher Anstieg der Nachfrage zu verzeichnen, der sich auch Anfang 2024 fortgesetzt hat.

Matthias Born, CIO Aktien

Prognoseübersicht: moderates Aufwärtspotenzial

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2024 und zur Jahremitte 2025

Indexprognosen	Aktuell		Ø*	
	18.03.2024	31.12.2024	30.06.2025	In 12 Monaten
S&P 500	5.149	5.300	5.500	5.604
DAX	17.933	18.500	20.000	20.397
Euro Stoxx 50	4.983	5.100	5.400	5.346
MSCI UK	2.214	2.300	2.400	2.614
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	2,9	6,8	8,8
DAX	-	3,2	11,5	13,7
Euro Stoxx 50	-	2,4	8,4	7,3
MSCI UK	-	3,9	8,4	18,1

* Durchschnitt, Konsensus Bottom-up per 18.03.2024
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



HETEROGENE RENTENMÄRKTE BIETEN ATTRAKTIVE CHANCEN

AUF DEN PUNKT

- Nach schwachem Jahresstart für Staatsanleihen versprechen britische Papiere in Lokalwährung Erholungspotential.
- Bei europäischen Unternehmensanleihen meiden wir Hochzinspapiere, Bankanleihen bieten selektiv Einstiegschancen.
- In den Schwellenländern machen sinkende Zinsen besonders das Segment der Lokalwährungsanleihen attraktiv.

Heterogene Märkte bieten unterschiedliche Chancen

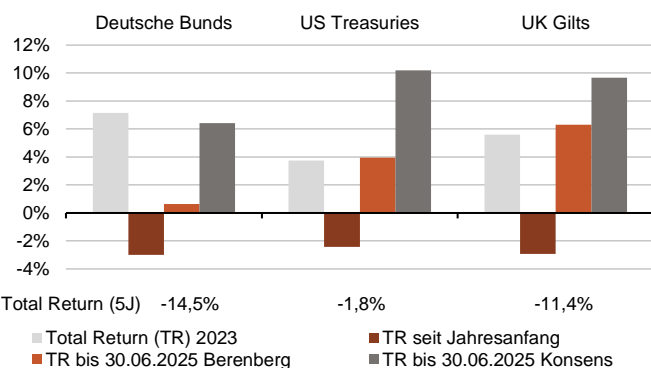
Das Anleihejahr 2024 hat gemischt begonnen. Angesichts positiver konjunktureller Überraschungen kam Gegenwind in Form steigender Renditen auf, dem einzelne Anleihesegmente in unterschiedlichem Maße Paroli bieten konnten. Heterogenität dürfte auch den weiteren Jahresverlauf kennzeichnen, wobei wir unsere Parole „Die guten Zeiten sind nicht vorbei“ aus der vorangegangenen Ausgabe der „Horizonte“ nicht zurücknehmen, aber im Folgenden hervorheben, dass innerhalb der von uns besprochenen Teilmärkte Differenzierung unerlässlich ist.

Sichere Staatsanleihen: geteilter Ausblick auf den Jahresverlauf

Nach den starken Renditerückgängen in den letzten Wochen des vergangenen Jahres war das zurückliegende Quartal von einer Gegenbewegung geprägt. Die entsprechenden Kursverluste mündeten allerdings in einer positiven Botschaft: Die schwierigste Jahresphase dürfte bereits hinter uns liegen. Denn da sich die aktuellen Renditeniveaus den von uns prognostizierten ein gutes Stück

Bei sicheren Staatsanleihen liegt das Schlimmste hinter uns

Vergangene und erwartete Wertentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen, Gesamteffekt aus Rendite-/Kursveränderung, Kuponertrag und Roll-down-Effekt



Zeitraum: 18.03.2019-18.03.2024
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7-10 Jahre, TR)

angenähert haben, ist der Ausblick auf die kommenden Monate zumindest in Teilen vielversprechend. Besonders für britische Staatsanleihen sehen wir im zehnjährigen Laufzeitsegment gute Chancen für eine deutlich positive Wertentwicklung. Zurückhaltender sind wir für die deutsche Bundesanleihe, die angesichts ihrer vergleichsweise niedrigen Grundverzinsung einem möglichen Kursverlust nicht so viel entgegenzusetzen hat wie ihre angelsächsischen Pendanten (siehe Abb. unten links). Unverändert rechnen wir damit, dass die großen Notenbanken unterstützend agieren werden, indem sie ihre Leitzinsen im Jahresverlauf senken. Für die Europäische Zentralbank erwarten wir dabei inzwischen sogar einen Schritt mehr als noch zu Jahresbeginn.

Unternehmensanleihen: Hände weg vom Hochzinssegment

Mit großer Skepsis hatten wir bereits zum Jahresende 2023 auf die Bewertung europäischer Hochzinsanleihen geblickt. Während das Investment-Grade-Segment noch auskömmliche Risikoaufschläge aufweisen konnte, sahen Hochzinsanleihen in Anbetracht einer möglichen Rezession in Europa bereits teuer aus. Die seit Jahresbeginn überraschend positiven Wirtschaftszahlen und weiterhin solide Unternehmensergebnisse lassen eine baldige Rezession inzwischen jedoch unwahrscheinlicher erscheinen. Dies erklärt den trotz deutlich gestiegener Zinsen erneut positiven Jahresstart von Hochzinsanleihen (+1,8%). Ungeachtet verbesserter Konjunkturaussichten bleiben wir angesichts der historisch hohen Bewertung dieses Subsegments skeptisch und präferieren defensivere Investment-Grade-Anleihen auf auskömmlichen Renditeniveaus von rund 3,8%. Aktuell sorgen sich Investoren um die Kredit-Engagements deutscher Finanzhäuser wie der Deutschen

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2024 und zur Jahresmitte 2025

	18.03.2024	31.12.2024	30.06.2025	
	Aktuell	🇪🇺	🇬🇧*	🇪🇺*
USA				
Leitzins	5,25-5,5	4,50-4,75	4,55	4,00
10J US-Rendite	4,33	4,50	3,82	4,50
Eurozone				
Leitzins	4,50	3,40	3,19	3,00
10J Bund-Rendite	2,46	2,60	2,11	2,80
Großbritannien				
Leitzins	5,25	4,00	4,30	3,50
10J Gilts-Rendite	4,09	4,00	3,59	4,00

* Durchschnitt, Konsens per 18.03.2024
Quelle: Bloomberg



Pfandbriefbank, aber auch von Sparkassen und Landesbanken. Folglich haben sich die Risikoaufschläge europäischer Finanzanleihen gegenüber Nicht-Finanzanleihen zuletzt wieder etwas ausgeweitet (siehe Abb. unten links). Wenngleich wir die Situation für diese Institute zurzeit nicht als bedrohlich einschätzen, würden wir dort zunächst von Neuengagements absehen. Allerdings könnten sich kurzfristig spannende Einstiegsniveaus bei Senior-Anleihen der „National Champions“, zum Beispiel aus Frankreich, Großbritannien oder Spanien, ergeben.

Schwellenländer: Zinssenkungen stützen Lokalwährungsanleihen

Starke Arbeitsmarktdaten und zuletzt höher als erwartet ausgefallene Verbraucherpreise lassen vermuten, dass die US-Zentralbank ihren Leitzins länger auf dem momentanen Niveau belassen könnte, als es noch zu Jahresbeginn erwartet worden war. Die vom Markt für 2024 eingepreiste Anzahl von Zinssenkungen wurde von seinerzeit sechs auf aktuell drei korrigiert, und die Kurve der US-Staatsanleihen verschob sich in diesem Zuge um 25 bis 35 Basispunkte nach oben. In Reaktion darauf gerieten in zahlreichen Schwellenländern die lokalen Zinskurven ebenfalls unter Druck. Ist Letzteres fundamental gerechtfertigt? Der Blick auf die Inflationszahlen von Schwellenländern, die sehr früh Zinserhöhungen vorgenommen hatten, liefert hierfür keinerlei Beleg – im Gegenteil, ist doch die Abflachung der Inflation dort ein klarer Trend. Waren es unter den von uns unter diesem Gesichtspunkt näher analysierten zehn Ländern noch im Dezember gerade einmal zwei, in denen die Inflation bereits auf das jeweilige Zentralbankziel

gesunken war, sind es im Januar bereits vier gewesen. Aus fundamentalen Sicht also sollten die lokalen Zinsen nicht steigen, sondern fallen, was die Anleihepreise stützt. Tatsächlich haben einige Schwellenländer-Notenbanken bereits mit Zinssenkungen begonnen, unter anderem Brasilien, Chile, Polen und Ungarn. In Mittelamerika sollte darüber hinaus Mexiko bald folgen. Für Investoren, die von Zinssenkungen in Schwellenländern profitieren möchten, sehen wir daher derzeit sehr attraktive Chancen. Besonders für Anleihen in Lokalwährung bleiben wir optimistisch und bevorzugen unter regionalen Aspekten jene Länder, in denen die Realzinsen hoch sind und sich die Volkswirtschaft fundamental auf dem richtigen Weg befindet. Ferner erwarten wir anlässlich der in einigen Schwellenländern bevorstehenden Wahlen keine negativen Überraschungen, sodass auch von dieser Seite keine Stürfeuer auftreten sollten.

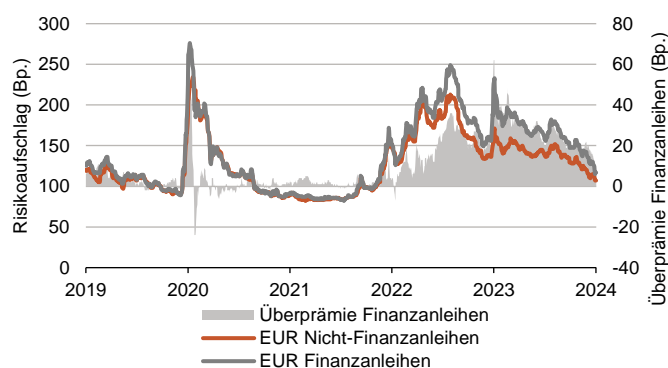
Fazit: Es lohnt sich der genaue Blick

In allen drei oben besprochenen Segmenten stecken Chancen und Risiken, sodass es notwendig ist, genauer hinzusehen. Der Markt sicherer Staatsanleihen ist besonders für UK Gilts in Lokalwährung attraktiv, deutsche Bundesanleihen und US-Papiere sind es weniger. Wer in Unternehmenspapiere investieren möchte, sollte sich unseres Erachtens auf den Investment-Grade-Bereich konzentrieren. Spannende Opportunitäten bieten zudem nationale „Banken-Champions“. Und in Schwellenländern sind es Lokalwährungspapiere, die von der Zinswende der Zentralbanken profitieren – hier sollte sich der bereits begonnene Trend fortsetzen.

Martin Mayer, Senior Portfolio Manager Multi Asset
Christian Bettinger, Leiter Fixed Income Euro & Emerging Markets
Wei Lon Sung, Leiter Fixed Income Emerging Markets

Finanzanleihen zahlen noch immer eine deutliche Überprämie

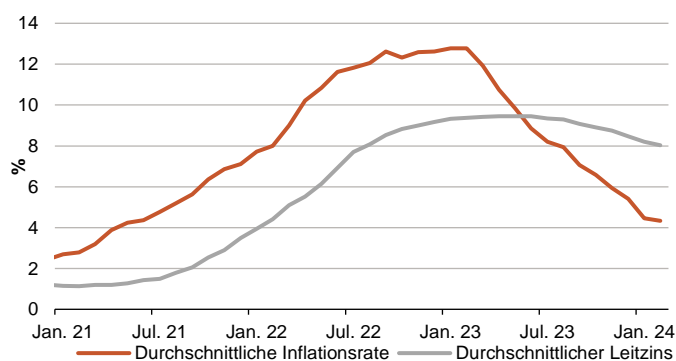
Trotz bereits begonnenen Rückgangs erwarten wir, dass sich die Überprämie des Finanzsektors gegenüber Nicht-Finanzanleihen weiter abbauen wird



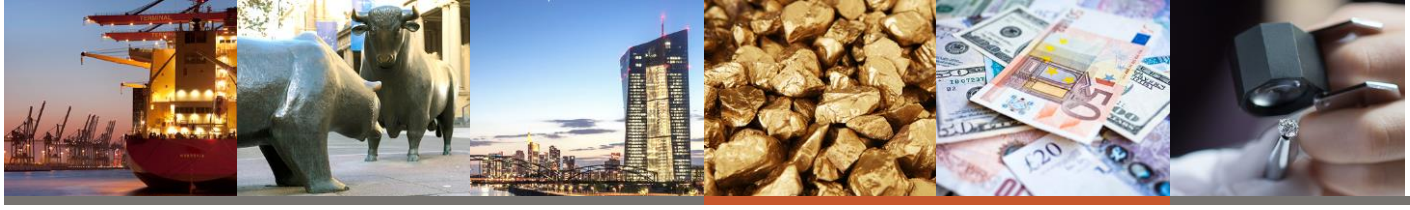
Zeitraum: 18.03.2019-18.03.2024, Risikoaufschläge in Basispunkten
Quelle: ICE, eigene Berechnungen

Schwellenländer: Der Zinssenkungstrend nimmt Fahrt auf

In ausgewählten Ländern*, die frühzeitig mit Zinserhöhungen begonnen hatten, sinkt die Inflation deutlich - nun folgen die Zinsen auf dem Weg nach unten



Zeitraum: 01.01.2021-29.02.2024, Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, * Länder: Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Polen, Rumänien, Südkorea, Tschechien, Ungarn



CHANCEN ÜBERWIEGEN

Öl trotz positiver Entwicklungen weiter seitwärts

Rohöl (Brent) hat sich nach der erheblichen Schwäche in Q4 letzten Jahres zuletzt wieder oberhalb der Marke von 80 USD je Barrel stabilisiert. Rückenwind kam dabei von zwei Seiten. Erstens leiten viele Reedereien infolge der Angriffe der Huthi-Rebellen im Roten Meer ihre Öltanker nun über die deutlich längere Route um das Kap der Guten Hoffnung um. Damit steigen nicht nur die Transportkosten, es wird auch mehr Angebot auf den Weltmeeren gebunden. Zweitens deuten die global zunehmend positiven Konjunkturüberraschungen auf eine bessere Nachfrage. Allerdings bleibt auch das Angebot reichlich. Die OPEC+, welche über erhebliche freie Kapazitäten verfügt, hat notgedrungen ihre freiwilligen Kürzungen bis Ende Juni verlängert, allerdings ließ die Compliance unter den Mitgliedern zuletzt etwas nach. Zudem dürfte die Produktion der Nicht-OPEC-Staaten dieses Jahr weiter steigen, wengleich etwas schwächer als letztes Jahr. In Summe dürfte der Ölpreis in den kommenden Monaten volatil seitwärts schwanken. Geopolitische Eskalationen oder eine stärkere Erholung Chinas bieten wiederum positives Überraschungspotenzial.

Gold hat trotz Allzeithoch noch Luft nach oben

Gold brach in Q1 plötzlich aus und erklomm neue Allzeithochs, obwohl es dafür eigentlich keinen fundamentalen Auslöser gab. Im Gegenteil, sowohl die Realzinsen als auch der US-Dollar stehen heute höher als zu Jahresbeginn – beides lastet normalerweise auf Gold. ETFs verzeichneten gleichzeitig kontinuierlich Abflüsse und sind somit auch nicht verantwortlich für die Hausse. Damit dürfte der Ausbruch vor allem technisch getrieben sein. Trotz dieser starken Bewegung überwiegen bei Gold die Aufwärtsrisiken, wengleich es historisch bei einem „Soft Landing“ seitwärts tendiert. Neben der Zentralbanknachfrage scheint auch die private Nachfrage in China aufgrund der Immobilienkrise merklich zuzunehmen. Gleichzeitig hat die Positionierung der Investoren im Westen signifikant Luft nach oben, sollte es doch zum „Hard Landing“ oder einer geopolitischen Eskalation im Nahen Osten kommen. Einzig stark steigende Zinsen bleiben ein Risiko für den Goldpreis.

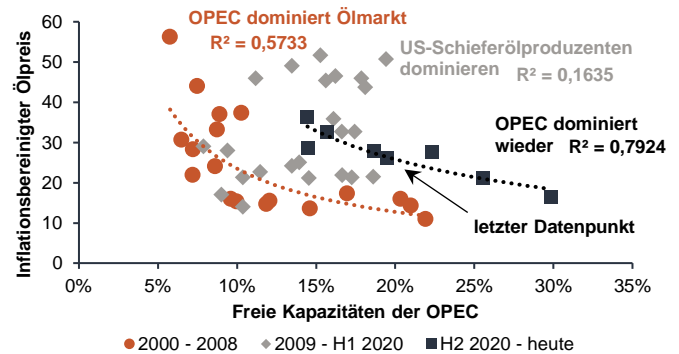
Metalle trotz noch schwacher Industrie mit positivem Ausblick

Der LME-Industriemetallindex schwankt seit Jahresanfang seitwärts. Die Konjunkturaussichten haben sich zwar deutlich aufgehellt, jedoch ist die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe derzeit noch sehr verhalten. Da sich immer noch keine substantziellen Angebotsausweitungen abzeichnen, obwohl das Nachfragewachstum der grünen Transformation an Fahrt gewinnt, dürften über kurz oder lang die Preise allerdings (kräftig) steigen. Zunächst braucht es aber die Erholung der Industrie für steigende Preise.

Ludwig Kemper, Multi Asset Strategy & Research

Öl: OPEC dominiert Markt, aber hohe Kapazitäten lasten auf Ölpreis

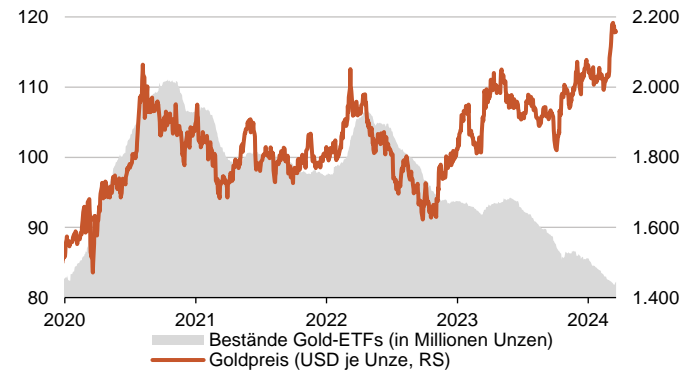
Freie OPEC-Kapazitäten gegenüber dem inflationsbereinigten Ölpreis in Abhängigkeit davon, wer den Ölmarkt dominiert. Weniger Kapazitäten = höhere Preise



Zeitraum: 01.01.2000-31.12.2023, halbjährliche Daten
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Gold: Preis steigt, obwohl ETF-Bestände kontinuierlich fallen

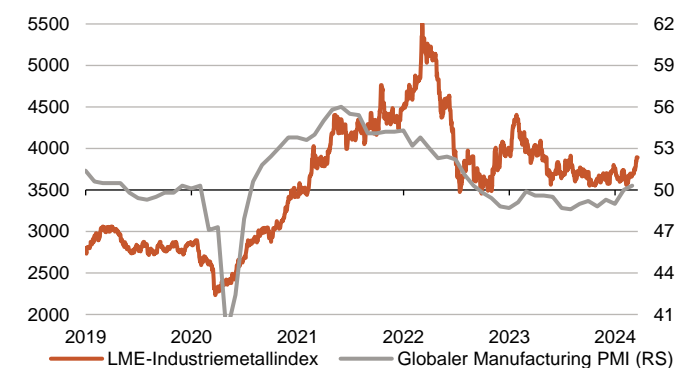
Goldpreis in US-Dollar gegenüber den globalen Gold-ETF-Beständen gemessen in Millionen Unzen



Zeitraum: 01.01.2020-18.03.2024
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Metalle: Warten auf steigende Aktivität in der Industrie

LME-Industriemetallindex gegenüber dem globalen Einkaufsmanagerindex der Industrie



Zeitraum: 01.01.2019-18.03.2024
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



LANGFRISTIGE DOLLARSTÄRKE – EURO HOLT ETWAS AUF

Zentralbanken und Konjunktur im Fokus

Der Euro konnte zuletzt wieder etwas Boden gutmachen. Seit Mitte Februar wertete der Euro moderat gegenüber dem starken Dollar auf und erreichte jüngst einen Kurs von 1,09 US-Dollar je Euro – nahe an dem Wert von 1,10, den wir für die Jahresmitte annehmen. Für die weitere Entwicklung dürfte von großer Bedeutung sein, ob die Euro-Konjunktur sich wie erwartet erholt und wann und wie sehr die Zinsen fallen werden.

Nach der jüngsten geldpolitischen Sitzung am 7. März hat EZB-Präsidentin Christine Lagarde sehr deutlich signalisiert, dass die Bank mit einer möglichen Zinssenkung bis Juni warten will. Wir gehen davon aus, dass die EZB, die US-Fed und die Bank of England später im zweiten Quartal zeitlich dicht beieinander jeweils ihre Zinswenden einleiten werden. Die genaue Reihenfolge der ersten Zinssenkung könnte zwar kurzfristig für Volatilität an den Währungsmärkten sorgen. Langfristig sollte sie aber unerheblich sein.

Mittelfristig dürften die Zentralbankzinsen in den USA knapp einen Prozentpunkt über jenen in der Eurozone liegen. Aufgrund des höheren Ausgangsniveaus rechnen wir dennoch damit, dass die Fed in den kommenden zwölf Monaten die Zinsen stärker senken wird als die EZB – nämlich um 150 Basispunkte gegenüber 100.

Die US-Wirtschaft zeigte sich in den vergangenen Jahren dynamischer als andere Wirtschaftsräume, was auch dem Dollar half. Wenn sich die Eurozone, wie von uns erwartet, ab dem Frühjahr aus der Stagnation lösen kann, besteht etwas Aufwärtspotenzial für den Euro. Bis zum Jahresende könnte er leicht auf 1,12 Dollar zulegen. Ein echter Höhenflug wäre das aber noch nicht für den Euro. Wenn nichts dazwischenkommt, könnte er auch danach weiter in Richtung 1,15 (1,20) Dollar gegen Ende 2025 (2026) steigen.

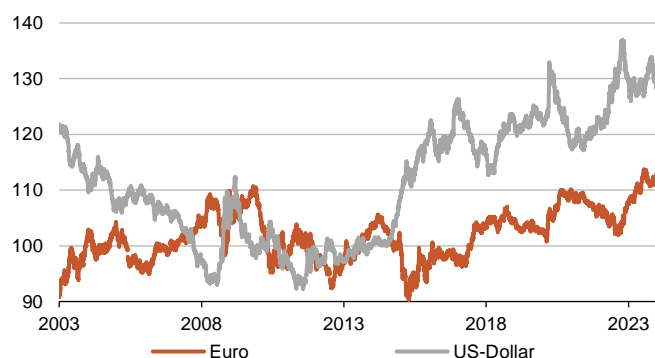
Auch gegenüber dem Franken konnte der Euro im Februar etwas aufholen. Der aktuelle Kurs von 0,96 Euro je Franken ist im historischen Vergleich zwar immer noch sehr niedrig, dennoch sehen wir hier vorerst wenig weiteres Aufwärtspotenzial. Die geringe Inflation in der Schweiz mildert den Wettbewerbsnachteil des starken Franken für Schweizer Unternehmen.

Auch gegenüber dem britischen Pfund rechnen wir für den Euro nicht mit einer größeren Wechselkursänderung. Der Konjunkturverlauf ähnelt dem in der Eurozone.

Dr. Salomon Fiedler, Volkswirt

Der Dollar ist bereits seit einigen Jahren stark

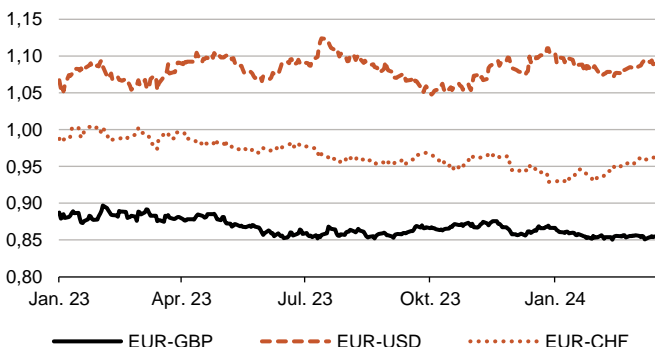
Nominale effektive Währungskurse



Zeitraum: 01.01.2003-18.03.2024
Euro und Dollar gegenüber Handelspartner-Währungskörben. Quelle: JPM

Der Euro machte zuletzt wieder etwas Boden gut

Euro-Wechselkurse



Zeitraum: 01.01.2023-18.03.2024
Quelle: FT

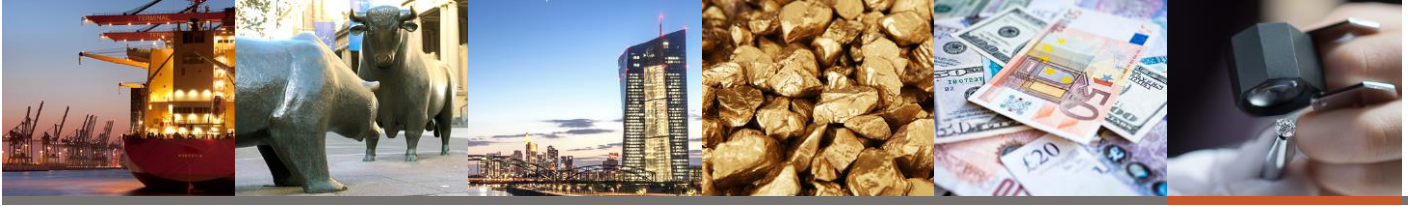
Wechselkursprognosen

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2024 und zur Jahresmitte 2025

Wechselkursprognose	18.03.2023 Aktuell	31.12.2024		30.06.2025	
		🇺🇸	🇬🇧*	🇨🇭	🇯🇵*
EUR/USD	1,09	1,12	1,10	1,13	1,09
EUR/GBP	0,85	0,85	0,87	0,85	0,85
EUR/CHF	0,97	0,96	0,98	0,96	0,96
EUR/JPY	162	157	156	156	160

Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-2,9	-1,2	-3,8	-0,3
GBP	-	0,5	-1,8	0,5	0,5
CHF	-	0,5	-1,5	0,5	0,5
JPY	-	3,3	4,0	4,0	1,4

* Durchschnitt, Konsens per 18.03.2024
Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT PETER KRAUS

Herr Kraus, Sie sind Leiter Small Cap Equities bei Berenberg. Was macht den Reiz an Nebenwerten aus und warum sollten Anleger in Nebenwerte investieren?

Die Gründe für eine langfristige Outperformance von Nebenwerten sind vielfältig. Traditionell wachsen kleine und mittlere Unternehmen stärker als große Unternehmen. Für Nebenwerte sprechen zudem die höhere Innovationskraft und eine stärkere unternehmerische Dynamik. Auch der geringere Druck durch die Regulierung, eine stärkere lokale Präsenz in Zeiten von Near-Shoring und eine höhere Übernahmewahrscheinlichkeit durch andere Unternehmen wirken unterstützend. Grundlegend steht im Nebenwertebereich eine Vielzahl von Unternehmen zur Auswahl: Über 90 Prozent der Unternehmen auf europäischer und internationaler Ebene sind Micro bzw. Small Caps. Hinzu kommt, dass kleinere Unternehmen deutlich weniger Beachtung durch externe Analysten finden. Zu Unrecht, denn in diesem Segment verstecken sich viele heimliche Weltmarktführer mit überdurchschnittlichem Wachstum („Hidden Champions“).

Sie verwalten mit Ihrem Team den Berenberg European Small Cap und den Micro Cap Fonds sowie den Berenberg International Micro Cap Fonds. Was zeichnet den Investmentansatz Ihrer Fonds aus, und wie unterscheiden sich die Fonds?

Wir fokussieren uns in allen drei Strategien auf die kleinsten, aber hochspannenden Unternehmen in Zukunftsbereichen aus den Sektoren Technologie, Gesundheit und Industrie und halten diese Unternehmen meist über viele Jahre. Im Berenberg European Small Cap liegt der Fokus auf europäischen Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung zwischen 1 und 4 Mrd. EUR und im Berenberg European Micro Cap auf europäischen Unternehmen zwischen 100 Mio. EUR und 1 Mrd. EUR. Unser Anlagehorizont beträgt hier in der Regel mehr als fünf Jahre.

Unser jüngstes Produkt ist der Berenberg International Micro Cap. Mit diesem neuen Konzept investieren wir in kleine Unternehmen in Nischenmärkten wie Australien, Neuseeland, Israel, Singapur und Südkorea sowie in unentdeckte Unternehmen in effizienten Märkten wie den USA, Kanada und Japan. Die durchschnittliche gewichtete Marktkapitalisierung eines Portfoliounternehmens im Berenberg International Micro Cap Fonds mit 900 Mio. EUR unterscheidet sich etwa deutlich von einem US-amerikanischen Wettbewerber mit 3 Mrd. EUR. Der Fonds bietet Bestandskunden



außerdem einen Diversifikationsvorteil. Die historische Korrelation zum European Small Cap ist mit rund 0,74 vergleichsweise niedrig. Alle Teammitglieder sind selbst in unseren drei Fonds investiert, und wir haben strenge Kapazitätsbeschränkungen für unsere Small und Micro Cap-Produkte.

Welche Faktoren spielen für Sie bei der Titelselektion eine wichtige Rolle? Unterscheidet sich dieser Auswahlprozess von dem für Large Caps?

Wir konzentrieren uns auf Unternehmen sehr hoher Qualität mit attraktiven langfristigen Wachstumstreibern. Wir achten hierbei auf drei Aspekte: eine hervorragende Wettbewerbsposition, starke Managementteams und sehr attraktive Finanzkennzahlen (u.a. hohe Gewinnmargen und Kapitalrenditen, starke Bilanzen). Die von uns präferierten Unternehmen profitierten gerade in diesem inflationären Umfeld von ihrer hohen Preissetzungsmacht. Sie konnten sich in einem erschwerten makroökonomischen Umfeld gut schlagen und oft sogar stärker daraus hervorgehen. Den Schwerpunkt unserer Portfolios bieten globale Marktführer in Wachstumsbereichen der Technologie, des Gesundheitswesens und der Industrie. Das sehr große Universum an Titeln gegenüber den Large Caps wird zudem von Analysten wenig abgedeckt. Deshalb ist die Titelselektion grundsätzlich aufwändiger, aber die Chancen sind längerfristig auch höher.



Nebenwerte haben sich in den letzten zwei Jahren sowohl absolut als auch relativ zu Large Caps enttäuschend entwickelt. Können Sie uns die Treiber dieser Entwicklung genauer erläutern?

Eine geradezu toxische Kombination aus Inflationsschock und Wirtschaftsabkühlung sowie extrem restriktiver Zentralbankpolitik und einem der stärksten Abverkäufe am Anleihenmarkt seit 50 Jahren führte zu deutlichen Bewertungsrückgängen bei Wachstums- sowie Qualitätsunternehmen und insbesondere bei Small Caps. Natürlich sind aber gerade Small Caps in den Jahren zuvor signifikant besser gelaufen als Large Caps und handelten auf einer Prämie. Angesichts der bereits stark abnehmenden Inflationsraten, dem Ende des Zinserhöhungszyklus und ersten Anzeichen einer konjunkturellen Erholung sind wir aber zuversichtlich, dass der Gegenwind durch Bewertungsrückgänge hinter uns liegt. Zuverlässiges Wachstum, hohe Profitabilität und Kapitalrenditen sowie starke Bilanzen rücken zunehmend wieder in den Vordergrund.

Welche Sektoren und Regionen sind im Nebenwerte-Bereich aktuell besonders interessant?

Unsere Überzeugung bleibt unverändert: bahnbrechende Innovationen in den Sektoren Technologie (z.B. Software, Halbleiter-Ausrüstung) und Gesundheit (z.B. Medizintechnik, Diagnostik) bieten längerfristig das höchste Potenzial in punkto Gewinnwachstum. Das ist es, was die Aktienkurse treibt.

Welche Risiken sehen Sie im Zusammenhang mit diesem eher optimistischen Ausblick?

Kurzfristig gibt es immer Risiken und Unsicherheiten – z.B. eine nur schwache Konjunkturerholung, weiterhin restriktive Zentralbanken oder eine Verschärfung der Geopolitik. Deshalb sollte man auch möglichst langfristig anlegen. Denn deutlich überdurchschnittliches Gewinnwachstum hat sich längerfristig stets in steigenden Aktienkursen widerspiegelt.

Wie positionieren Sie Ihre Fonds, um von der erwarteten Trendwende zu profitieren? Wie stellen Sie trotzdem Robustheit sicher, um auch bei ungünstigeren Entwicklungen gut aufgestellt zu sein?

Wir haben uns in den zurückliegenden anderthalb Jahren von dem schwierigen Marktumfeld nicht beirren lassen und sind unserem langfristigen Investmentansatz treu geblieben. So finden sich beispielsweise nach wie vor keine klassischen Banken, Versicherungen oder Immobilienunternehmen im Portfolio. Dagegen haben wir bei Übertreibungen nach unten wieder Chancen genutzt, beispielsweise im Halbleiter-Bereich sowie bei Medizintechnik- und

Diagnostik-Unternehmen. Wir sind davon überzeugt, dass unsere Unternehmen aufgrund ihrer soliden Bilanzen, hohen Profitabilität, attraktiven Eigenkapitalrenditen und hohen Markteintrittsbarrieren in den jeweiligen Nischenmärkten weiterhin langfristig profitabel wachsen und aus Krisen mehrheitlich gestärkt hervorgehen können. Unsere Portfolios sehen wir daher als gut aufgestellt: Das durchschnittliche Portfoliounternehmen hat eine Eigenkapitalrendite von mehr als 20 %, keine Nettoverschuldung sowie mittelfristige Umsatz- und Gewinn-Wachstumsraten von 10 bis 15 % bzw. 15 bis 20 %. Im Durchschnitt verdoppeln sich die Gewinne pro Aktie unserer Holdings alle 4 bis 5 Jahre.

Wie bewerten Sie das Potenzial von Technologietrends, wie z.B. künstliche Intelligenz oder erneuerbare Energien, für Small & Micro Cap-Unternehmen?

Das Thema KI ist inzwischen in aller Munde. Wir sehen klar, dass es sich hierbei um einen Trend mit wahrscheinlich großem Potenzial handelt. Im Gegensatz zur Dotcom-Blase von 1998 bis 2000 haben wir es heute mit profitablen und stark wachsenden Unternehmen zu tun. Wir sind in unseren Portfolios in einer ganzen Reihe von fantastischen Unternehmen insbesondere im Bereich der Halbleiter-Ausrüster investiert, die von diesem Trend signifikant profitieren. Beim Thema erneuerbare Energien sind wir eher zurückhaltend – eine oft (zu) hohe Verschuldung, geringe Kapitalrenditen, starker Wettbewerb und regulatorische Unsicherheit machen uns hier vorsichtig. Allerdings sind wir in zahlreichen Unternehmen investiert, die Technologien für die Energieeffizienz anbieten.

KURZVITA

Peter Kraus ist seit 2017 Leiter Small Cap Equities bei Berenberg. Er und sein Team verwalten drei Nebenwertefonds sowie weitere internationale Small- und Micro-Cap-Mandate. Zuvor war er als Fondsmanager für europäische Micro und Small/Mid Caps bei Allianz Global Investors tätig, wo er maßgeblich zum Erfolg des Nebenwerte-Teams beigetragen hat. Dabei war er verantwortlich für das Management von europäischen Nebenwerte-Fonds sowie für die Akquisition und die Betreuung internationaler institutioneller Mandate und wurde mehrfach ausgezeichnet.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie

AUTOREN

Christian Bettinger, CFA | Leiter Fixed Income Euro und EM
Verantwortet die Anlagestrategie für Euro- und EM-Anleihen und managt die Fonds Berenberg Euro Bonds und Berenberg Credit Opportunities

Matthias Born | Leiter Portfoliomanagement Aktien
Verantwortet die Anlagestrategie für Aktien des Asset Managements mit dem Fokus auf die Einzeltitelselektion in europäischen Aktien

Dr. Salomon Fiedler | Volkswirt
Analysiert wirtschaftliche - insbesondere makroökonomische - Entwicklungen

Ludwig Kemper, CFA | Multi Asset Strategy & Research
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit

Martin Mayer, CEFA | Senior Portfoliomanager Multi Asset
Managt defensive Multi-Asset-Vermögensverwaltungsmandate und analysiert die Anleihemärkte, insbesondere für Staatsanleihen

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie
Leitet den Bereich Multi Asset und ist zuständig für die Kapitalmarktmeinung des Wealth and Asset Management

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
Leitet die volkswirtschaftliche Abteilung und analysiert wirtschaftliche sowie politische Trends, die die Vermögensanlage beeinflussen

Wei Lon Sung | Leiter Fixed Income Emerging Markets
Verantwortet die Anlagestrategien für EM-Anleihen und managt Publikumsfonds und Strategien fokussiert auf EM-Hartwährungs- und Lokalwährungsanleihen

Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research
Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktcommunication

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 beschriebene 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 Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (Basisinformationsblatt, Darstellung der früheren Wertentwicklung, Verkaufsprospekt, aktueller Jahresbericht 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. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Datum 22. März 2024

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
multiasset@berenberg.de