



# HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

## ZINSWENDE

Aufgrund der schwächeren Konjunkturdaten und der weiter rückläufigen Inflation haben nun alle wichtigen Notenbanken erste Zinssenkungen vorgenommen. Weitere dürften folgen. Die starken Zinssenkungserwartungen des Marktes erscheinen jedoch nur bei einer deutlichen Konjunkturschwäche realistisch.

## MEHR MARKTBREITE

Sinkende Zinsen, ein schwächerer US-Dollar, ein breiteres Gewinnwachstum und historisch hohe Bewertungsabschläge anderer Regionen zu den USA sollten zu mehr Marktbreite führen, auch regional. Nebenwerte und Europa haben sich im dritten Quartal bereits besser entwickelt.

## CHANCEN NACH US-WAHL

Ein nachhaltiges Übersteigen der Allzeithochs bei Aktien ist frühestens nach den US-Wahlen wahrscheinlich. Das knappe Rennen um Präsidentschaft und Kongress dürfte eine frühzeitige Klarheit verhindern. Der volatile Seitwärtsmarkt dürfte vorerst anhalten.

Q4 | 2024



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer  
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen und Leser, die sich im ersten Halbjahr abzeichnende Konjunkturerholung in Europa und China ist bisher ausgeblieben. Im dritten Quartal enttäuschten die Konjunkturdaten in fast allen Regionen. Wachstumssorgen traten in den Vordergrund. Bei weiter rückläufiger Inflation sind nicht nur die Zinssenkungshoffnungen am Markt deutlich gestiegen und die Anleiherenditen gesunken, sondern alle wichtigen Notenbanken haben inzwischen ihre erste(n) Zinssenkung(en) vorgenommen. Zinssensitive und defensive Anlagen wie Gold, Anleihen sowie die Sektoren Immobilien, Versorger, Basiskonsumgüter, Telekommunikation und Gesundheit entwickelten sich positiv. Zyklische Sektoren sowie Öl- und Industriemetallpreise gaben nach. Die Aktienmärkte tendierten im dritten Quartal unter stärkeren Schwankungen seitwärts. Europäische Aktien und Nebenwerte schnitten dabei etwas besser ab.

Den ersten Zinssenkungen dürften weitere folgen. Die hohen Zinssenkungserwartungen des Marktes erscheinen aber nur im Falle einer deutlicheren Schwäche der US-Wirtschaft und des US-Arbeitsmarktes realistisch. In diesem Fall dürften Aktien wenig Potenzial haben. Bei einer sanften Landung, unserem Basisszenario, dürften die Zinssenkungen geringer ausfallen, die Anleiherenditen mittelfristig wieder etwas ansteigen und Aktien mehr Potenzial bieten. Dazu müssten aber die US-Konjunkturüberraschungen im vierten Quartal wieder positiv ausfallen. Dies erscheint angesichts der derzeit lockersten Finanzbedingungen seit mehr als zwei Jahren nicht unmöglich, insbesondere wenn die Unsicherheit über die US-Wahlen hinter uns liegt. Ein nachhaltiges Übersteigen der Allzeithochs bei Aktien wäre dann denkbar. Bis dahin dürfte sich jedoch der volatile Seitwärtsmarkt fortsetzen. Das knappe Rennen um die US-Präsidentschaft und den US-Kongress geht in die heiße Phase, eine frühe Klarheit ist unwahrscheinlich. Der Oktober ist ohnehin historisch der volatilste Monat für Aktien. Kurzfristig ist also nicht die Zeit für mutige Portfoliositionen, zumal die zunehmende Marktbreite auch ein weniger fokussiertes Portfolio erfordert und unserer breiten Aufstellung zugutekommen sollte. Viele Anleger haben in den letzten paar Jahren Geld in

kurzfristigen Zinsanlagen „geparkt“. So stiegen die Bestände der US-Geldmarktfonds seit Mitte 2023 um 900 Mrd. US-Dollar auf 6,3 Bill. US-Dollar. Diese Strategie war bisher nicht erfolgreich. Die 4,0 %, die Anleger mit Tagesgeld in Euro in den letzten zwölf Monaten erzielten (Tabelle S. 4), wurden von allen anderen Anlageklassen geschlagen, allen voran von Gold, das um fast 30 % zulegte. Und mit den Zinssenkungen wird die Wiederanlage nun immer unattraktiver. Die Anleger dürften sich mittelfristig wieder verstärkt anderen Anlagen zuwenden. Davon dürften alle Anlageklassen profitieren, insbesondere Anleihen mittlerer Laufzeiten, günstig bewertete Aktien (z.B. Europa, Schwellenländer, Nebenwerte) und Gold. Auch wenn die Bäume nicht in den Himmel wachsen, sind wir zuversichtlich, dass sich ein breites Multi-Asset-Portfolio trotz aller Unsicherheiten und Risiken deutlich besser entwickeln wird als kurzfristige Zinsanlagen.

Im Insights-Interview ab Seite 14 spricht Maria Ziolkowski, Portfoliomanagerin für Anleihen, darüber, was sie an Anleihen fasziniert, was das Berenberg-Anleiheteam auszeichnet und welche Anleihestrategien derzeit attraktiv sind. Viel Spaß beim Lesen!

## INHALT

<b>Multi-Asset-Strategie</b>	Seite 3
Zu viel Zinshoffnung oder zu viel Aktienoptimismus?	
<b>Volkswirtschaft</b>	Seite 6
Konjunktur und Geldpolitik normalisieren sich	
<b>Aktien</b>	Seite 8
Chancen für Jahresendrallye nach der US-Wahl	
<b>Anleihen</b>	Seite 10
Selektive Risiken versprechen Erträge	
<b>Rohstoffe</b>	Seite 12
Zyklische Rohstoffe warten auf Konjunkturerholung	
<b>Währungen</b>	Seite 13
Beginn der US-Zinswende schwächt den Dollar	
<b>Berenberg Insights</b>	Seite 14
Interview mit Maria Ziolkowski	
<b>Impressum</b>	Seite 16



# ZU VIEL ZINSHOFFNUNG ODER ZU VIEL AKTIENOPTIMISMUS?

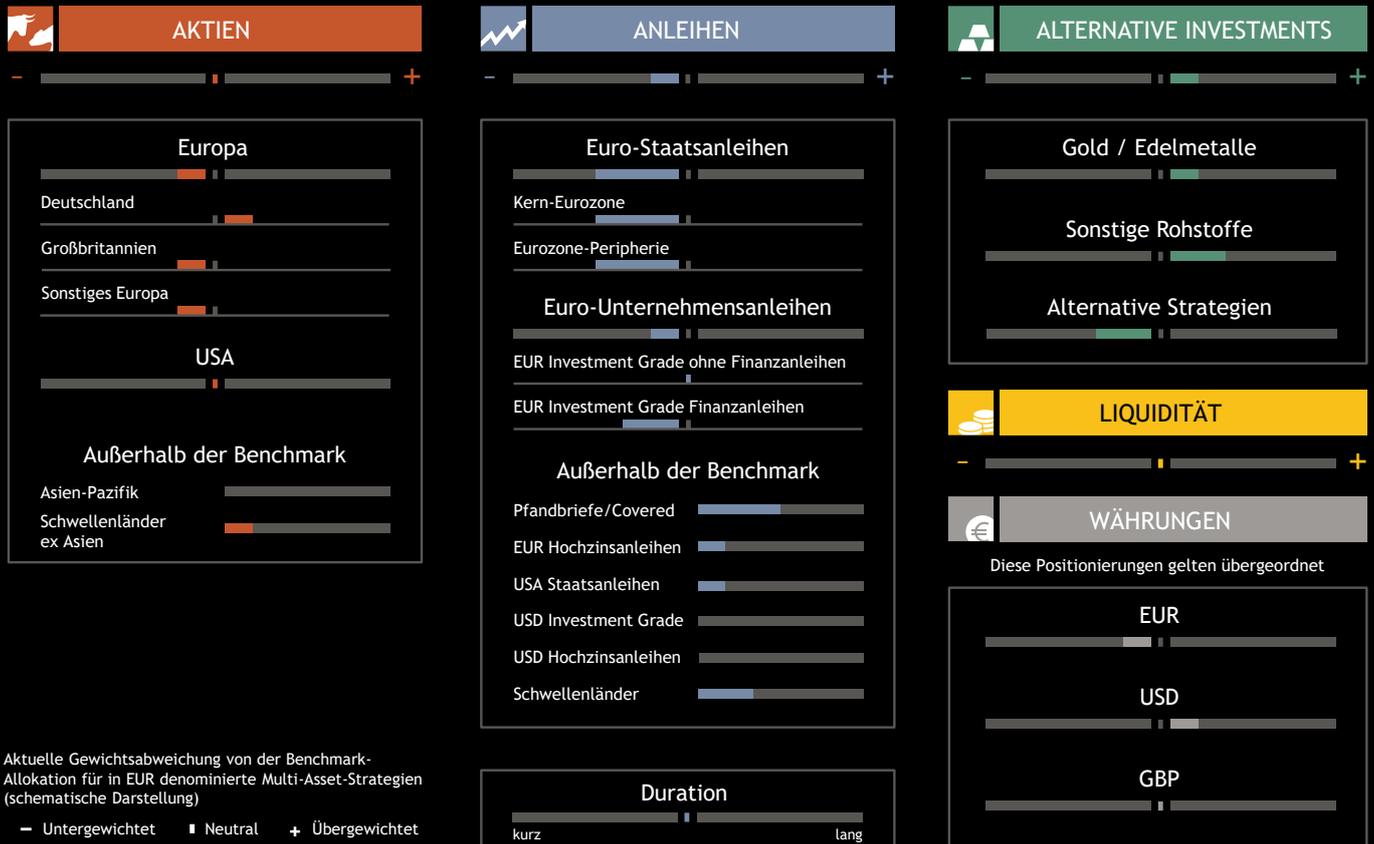
## AUF DEN PUNKT

- Erneute Wachstumssorgen haben die Zinssenkungserwartungen steigen und die Anleiherenditen fallen lassen, Aktien und Anleihen entwickeln sich weniger im Gleichlauf.
- Sinkende Zinsen, ein schwächerer US-Dollar und breiteres Gewinnwachstum sprechen für mehr Marktbreite – und es gibt erste Anzeichen dafür.
- Das Ausmaß des Optimismus an den Aktienmärkten passt unseres Erachtens nicht zu den Erwartungen der Anleihe- und Rohstoffmärkte. Die US-Wahlen sorgen für Unsicherheit und die Saisonalität bleibt zunächst negativ für Aktien. Wir bleiben vorerst ausgewogen positioniert und sehen mehr Chancen nach den US-Wahlen.

### Portfoliositionierung auf einen Blick

Wenig Potenzial für Aktien und mehr Volatilität über den Sommer war unsere Erwartung vor drei Monaten – ein Umfeld für anti-

zyklisches Handeln, wie wir argumentierten. Nachdem die Märkte im Juli zunächst weiter gestiegen waren, reduzierten wir die Aktienquote entsprechend. Den schnellen und deutlichen Rückschlag Anfang August haben wir dann genutzt, um die Aktienquote wieder Richtung neutral zu erhöhen. Mit einer ausgewogenen Positionierung fühlen wir uns derzeit gut aufgestellt. Anleihen erscheinen nach der Zinsrallye der letzten Monate weniger attraktiv, eine Übergewichtung drängt sich hier ebenso wenig auf wie eine lange Duration. Wir bevorzugen mittlere Laufzeiten, Unternehmensanleihen hoher Qualität und Lokalwährungsanleihen aus den Schwellenländern. Bei Hochzinsanleihen sind wir hingegen vorsichtiger geworden und haben uns angesichts schwächerer Konjunkturdaten etwas defensiver positioniert als zuvor. US-Aktien sind nach wie vor hoch bewertet, aber die Unsicherheit rund um die US-Wahlen spricht gegen eine starke Untergewichtung. Europäische Aktien sind attraktiver, aber die Wirtschaft kommt nicht richtig in Schwung. Gold, das sich gut entwickelt hat, bleibt deutlich Übergewichtet. Andere Rohstoffe, insbesondere Industriemetalle, bleiben eine sinnvolle Beimischung im Portfoliokontext.



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

- Untergewichtet | Neutral + Übergewichtet

**Rückblick drittes Quartal: Rückkehr von Wachstumssorgen**

Seit mehr als einem Jahr ringen die Märkte mit der Frage, ob die sanfte Landung der US-Wirtschaft gelingt. In der ersten Jahreshälfte standen die Risiken eines zu hohen Wachstums und einer zu hohen Inflation im Vordergrund. Zinssenkungshoffnungen wurden ausgepreist, Anleiherenditen stiegen (obere Abb. S. 5). Mit enttäuschenden Konjunkturdaten und rückläufiger Inflation rückte im dritten Quartal das Risiko einer stärkeren konjunkturellen Abschwächung in den Vordergrund. Die Märkte preisten erneut weitere Zinssenkungen ein. Der US-Dollar wertete ab. Anleiherenditen gaben nach. Anleihen, Gold und defensive Aktiensektoren entwickelten sich positiv. Die Aktienmärkte korrigierten gegenüber den Mitte Juli erreichten Höchstständen um rund 10 %, erholten sich dann aber rasch und notierten letztlich nahezu unverändert, wobei europäische Aktien besser abschnitten. Gold führt die Performance-Rangliste im dritten Quartal und seit Jahresbeginn an. Da sich der Schwerpunkt von Inflations- auf Wachstumssorgen verlagerte, liefen Aktien und Anleihen weniger parallel.

**Zinssenkungszyklus hat in der Breite begonnen**

Die Normalisierung der Notenbankzinsen hat begonnen. Die EZB senkte den Leitzins erstmals im Juni, die BoE im August und die Fed im September. Weitere Schritte dürften folgen – die EZB hat im September bereits den zweiten Schritt vorgenommen. Das Wachstum in der Eurozone ist anämisch und dürfte sich in den USA in den kommenden Monaten weiter abschwächen. Doch die Chancen für eine sanfte Landung dort steigen. Denn die Lockerung der finanziellen Rahmenbedingungen (Zinssenkungen, schwächerer US-Dollar, lockerere Kreditvergabestandards,

niedrigerer Ölpreis) könnte der US-Wirtschaft mit einer gewissen Verzögerung wieder Rückenwind verleihen. Nach Monaten, in denen enttäuschende US-Konjunkturdaten dominierten, könnten die US-Wirtschaftsüberraschungen im vierten Quartal dann ins Positive drehen, insbesondere sollte das Ende der Unsicherheit über den Ausgang der US-Wahlen zum Nachholen aufgeschobener Investitions- oder Konsumentscheidungen führen.

Auf dieses Szenario scheinen die Aktienmärkte mit Allzeithochs und einer Konsenserwartung von 15 % für das Gewinnwachstum 2025 des S&P 500 zu setzen. Die Rentenmärkte scheinen jedoch ein anderes Szenario zu sehen, denn für die eingepreisten weiteren acht Fed-Zinssenkungen auf 2,75 % bis Ende 2025 wäre wohl eine deutlichere Wirtschaftsschwäche nötig – das Tempo und das Ausmaß der eingepreisten Zinssenkungen hat es historisch noch nie ohne eine Rezession gegeben. Im Szenario einer sanften Landung erwarten unsere Ökonomen nur noch vier Zinssenkungen der Fed auf 3,75–4,0 % Mitte 2025. In diesem Fall erscheinen die aktuellen Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen i.H.v. 3,7 % (nominal) und 1,6 % (real) zu niedrig. Liegen also die Aktienmärkte richtig, dürfte zu viel Zinssenkungshoffnung eingepreist sein. Liegen die Rentenmärkte richtig, bergen Aktien mehr Risiken als Chancen. Die Wahrheit könnte in der Mitte liegen. Dann bieten Aktien etwas Potenzial und bei Anleihen hilft die laufende Verzinsung, Verluste zu vermeiden – beide Anlageklassen lassen dann auf Sicht von 12 bis 18 Monaten moderat positive Renditen erwarten. Dies wäre ein gutes Umfeld für Unternehmensanleihen hoher Qualität. Eine Verlängerung der Durationsposition über neutral hinaus erscheint angesichts des vorherrschenden Zinsoptimismus nicht angebracht.

**Im dritten Quartal unterstützten Wachstumsbefürchtungen Staatsanleihen, Gold und defensive Sektoren; Aktien liefen volatil seitwärts**

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q3 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.†
	■ YTD (31.12.23-16.09.24)	■ Q3TD (30.06.24-16.09.24)	16.09.23	16.09.22	16.09.21	16.09.20	16.09.19		
Gold		24,2	28,5	7,9	12,2	-10,1	21,7	11,2	13,7
S&P 500	-0,4	18,6	23,2	9,6	3,3	35,0	7,0	15,0	21,1
DAX		11,2	17,2	24,7	-18,6	18,1	7,1	8,5	20,4
Stoxx Europa 50	-1,3	10,4	12,8	19,5	-0,1	20,8	-2,8	9,6	16,6
MSCI EM	-3,0	7,7	8,5	0,5	-10,6	17,3	3,4	3,4	17,1
EM-Staatsanleihen		6,9	10,4	-0,9	-6,3	4,7	-2,3	1,0	8,5
US-Staatsanleihen		4,1	4,9	-7,7	2,7	-1,9	1,9	-0,1	7,0
Euro-Unternehmensanleihen		2,5	8,5	1,6	-14,0	1,9	0,5	-0,6	4,0
Euro-Übernachteinlage		2,8	4,0	2,4	-0,5	-0,6	-0,5	1,0	0,1
Brent	-15,2	2,5	-15,4	10,0	76,9	82,9	-44,9	10,7	39,5
Euro-Staatsanleihen		3,3	6,7	-1,5	-10,1	0,1	0,2	-1,1	3,8
USD/EUR	-3,8	-0,8	-4,3	-6,0	17,5	0,4	-6,9	-0,2	7,2

Zeitraum: 16.09.2019-16.09.2024

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



### Mehr Marktbreite - aber nicht die Zeit für mutige Positionen

Die Inkonsistenz der Märkte und das aktuell stark „datenabhängige“ Agieren der Zentralbanken bieten kein Umfeld für mutige Anlegerpositionierungen, zumal die geopolitischen Risiken unvermindert hoch sind und das Rennen um die US-Präsidentschaft sehr knapp ist. Mit zunehmender Marktbreite sind sehr fokussierte Positionen aber auch weniger nötig. Zuletzt waren es nicht mehr nur wenige große Technologieaktien, die die Aktienmarktentwicklung bestimmten. Bei den europäischen Sektoren hatten im dritten Quartal defensive Sektoren die Nase vorn. Auch Small Caps entwickelten sich etwas stärker als Large Caps (mittlere Abb.), unterstützt von sinkenden Zinsen und Unternehmensgewinnen, die im zweiten Quartal stärker in der Breite gewachsen sind. Kommt mit den US-Zinssenkungen auch ein schwächerer US-Dollar, was sich abzeichnet, aber noch vom US-Wahlergebnis beeinflusst werden könnte, dürfte dies zudem die Entwicklung von Anlagen in anderen Regionen, insbesondere in den Schwellenländern, unterstützen (Abb. unten). Anlegergelder, die in den letzten Jahren primär in die USA geflossen sind, könnten wieder stärker in andere Regionen gehen – die schnelle Aufwertung des Yens Anfang August könnte hier ein Vorgeschmack gewesen sein. Die Marktentwicklung dürfte dann auch global an Breite gewinnen. Welche Chancen entstehen, hängt jedoch stark vom Ausgang der US-Wahl ab.

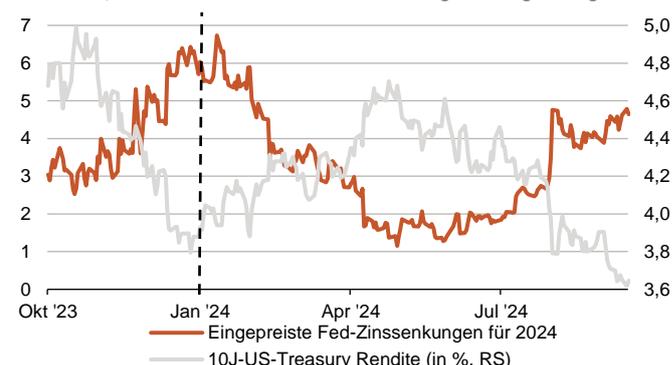
### Mehr Chancen nach der US-Wahl

Das Rennen um die US-Präsidentschaft dürfte im Oktober für mehr Volatilität sorgen, zumal Oktober historisch ohnehin der Monat mit der höchsten Schwankungsbreite ist. Wir erwarten nicht, dass die Aktienmärkte bis zur US-Wahl zu neuen Höchstständen aufbrechen, sondern, dass sie sich volatil seitwärts entwickeln. Mit dem Ende der Wahlunsicherheit und unterstützt durch weitere Zinssenkungen dürften sich Aktien, passend zur typischen positiven Saisonalität, in das neue Jahr hinein wieder besser entwickeln. Dies gilt insbesondere, sollten die Märkte die Wachstumsorgen mit wieder positiveren US- Wirtschaftsdaten hinter sich lassen können und die Zinsen weiter gesenkt werden – das wäre dann das Goldlöckchen-Umfeld einer sanften Landung. Welche Regionen dann besonders profitieren, hängt teilweise am Ergebnis der US-Wahl. Mittelfristig dürften aber alle Anlageklassen davon profitieren, dass Anleger mit sinkenden Zinsen wieder mehr Kapital aus kurzfristigen Zinsanlagen umschichten. In den letzten Zyklen war dies sechs bis zwölf Monate nach den ersten Zinssenkungen zu beobachten. Wir gehen davon aus, dass insbesondere Anleihen mit mittleren Laufzeiten wie auch Aktien mit attraktiven Bewertungen wie europäische Aktien, insbesondere Small- und Mid-Caps, sowie Aktien aus den Schwellenländern davon profitieren dürften.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

### Fed-Zinssenkungserwartungen steigen mit den Wachstumssorgen

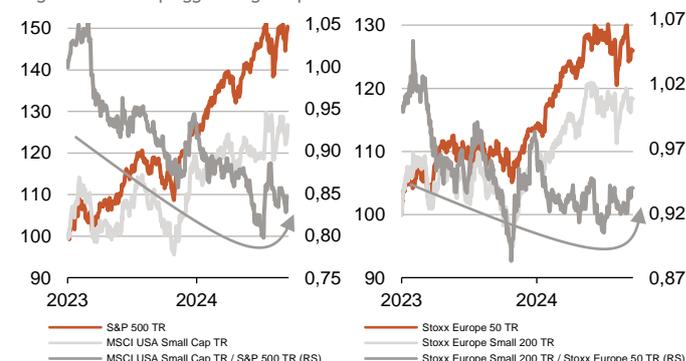
Rezessionsbefürchtungen stiegen in den USA mit schwachen Arbeitsmarktdaten deutlich an; Anleiherenditen fielen und Zinssenkungshoffnungen stiegen



Zeitraum: 01.10.2023-16.09.2024  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

### Mehr Marktbreite: Small Caps jüngst besser

Mit der Zinswende und breiterem Gewinnwachstum könnte die relative Entwicklung von Small Caps ggü. Large Caps nun endlich den Boden finden



Zeitraum: 01.01.2023-16.09.2024  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

### Läuft die US-Dollar-Stärke aus, begünstigt dies andere Regionen

Seit mehr als zehn Jahren kennt der US-Dollar nur eine Richtung, nach oben. Zeitgleich haben westliche Aktienmärkte, insbesondere US-Aktien, profitiert



Zeitraum: 01.01.1987-16.09.2024  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



## KONJUNKTUR UND GELDPOLITIK NORMALISIEREN SICH

### AUF DEN PUNKT

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

#### USA: Sanfte Landung in Sicht

Das US-Wirtschaftswachstum hat im ersten Halbjahr 2024 dank einer expansiven Fiskalpolitik und eines robusten privaten Konsums erneut positiv überrascht. Die restriktive Geldpolitik geht aber auch an den USA nicht spurlos vorüber, so dass die Konjunktur mittlerweile ein wenig an Schwung verliert. Insbesondere der zuvor stark überhitzte Arbeitsmarkt sowie der Wohnungsbau und die Industrie haben sich zuletzt abgekühlt. Bisher deutet alles darauf hin, dass sich die zuvor überhitzte US-Konjunktur lediglich abkühlt, ein Einbruch ist nicht zu erkennen. Dies lässt sich auch an der Arbeitslosenquote ablesen, die zwar seit April 2023 von 3,4 % auf jetzt 4,2 % angestiegen ist, damit aber im historischen Vergleich immer noch auf einem recht moderaten Niveau liegt. Unternehmen suchen nicht mehr so händeringend nach Arbeitskräften wie noch im vergangenen Jahr. Dies führt dazu, dass auch die Lohnsteigerungen nicht mehr ganz so üppig ausfallen. Nachdem die Stundenlöhne im Sommer 2023 im Vergleich zum Vorjahr noch mit einer Rate von 4,5 % gestiegen waren, liegt der Anstieg aktuell nur noch bei rund 3,5 %. Die Abkühlung auf dem Arbeitsmarkt wird in den kommenden Monaten vorraussichtlich auch zu

einer etwas nachlassenden Dynamik beim privaten Konsum führen. Ähnliches gilt für die Fiskalpolitik, die zwar expansiv bleiben wird, aber keine großen neuen Impulse setzen wird. Denn derzeit sieht es nicht danach aus, dass bei den US-Wahlen eine der beiden Parteien das Weiße Haus erobern und gleichzeitig die Kontrolle über beide Kammern des Kongresses erlangen kann. Die Verabschiedung neuer großer Fiskalpakete nach den Wahlen erscheint daher aus heutiger Sicht unwahrscheinlich. Alles in allem ist daher für die kommenden Monate mit einer gewissen Abschwächung der US-Konjunktur zu rechnen. Die aktuelle Datenlage deutet aber nicht auf eine Rezession hin. Für das Gesamtjahr 2024 rechnen wir mit einem soliden BIP-Wachstum von 2,5 %, gefolgt von 1,5 % im Jahr 2025.

#### Konjunktur im Euroraum überrascht im ersten Halbjahr positiv

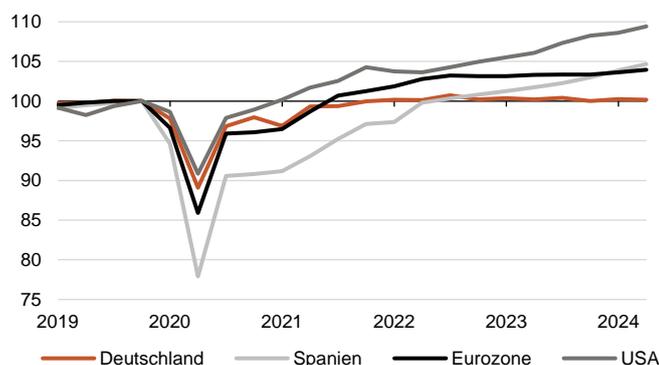
Die Wirtschaft der Eurozone ist deutlich besser durch die erste Jahreshälfte gekommen, als wir dies zu Jahresbeginn erwartet hatten. Im ersten Quartal 2024 stieg die Wirtschaftsleistung in der Eurozone um solide 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, im zweiten Quartal um 0,2 %. Verantwortlich hierfür waren vor allem die südlichen Mitgliedsländer, wo ein Mix aus Reformen, einer leicht expansiven Fiskalpolitik (die zum Teil auch auf EU-Mitteln beruht) und einem boomenden Tourismus die Wirtschaft stützte.

#### Wachstum in der Eurozone findet ohne Deutschland statt

Im europäischen Wachstumsvergleich schneidet Deutschland hingegen nicht gut ab. Die größte Volkswirtschaft der Eurozone tritt seit mehr als zwei Jahren nahezu auf der Stelle. Im zweiten Quartal 2024 sank die Wirtschaftskraft im Vergleich zum Vorquartal sogar

#### Die deutsche Wirtschaft tritt auf der Stelle

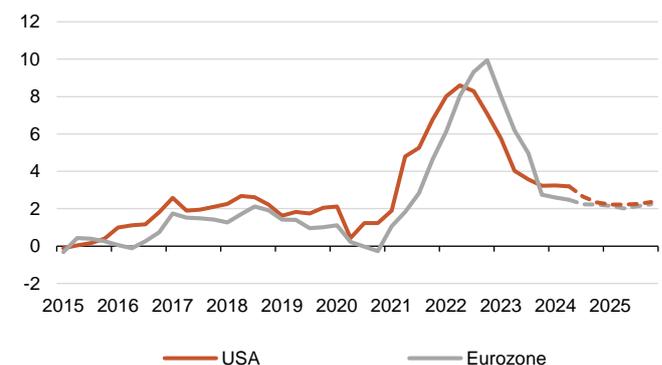
Entwicklung des realen BIP seit Q4 2019



Zeitraum: Q1 2019-Q2 2024  
Q4 2019 = 100. Quartalsdaten. Quelle: Eurostat, BEA, Destatis

#### Inflation bewegt sich auf das Zwei-Prozent-Ziel zu

Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahreszeitraum in %



Zeitraum: Q1 2015-Q4 2025  
Quartalsdaten, gestrichelt: Berenberg-Prognose. USA: CPI-U, Eurozone: HVPI. Quellen: BLS, Eurostat, Berenberg



um 0,1 %. Die Gründe für das schwache Abschneiden Deutschlands sind vielfältig. Zum einen schwächt weiterhin die globale Nachfrage, was Deutschland als Exportnation besonders hart trifft. Hinzu kommt, dass chinesische Produkte auf den globalen Absatzmärkten zunehmend mit deutschen Produkten konkurrieren. Belastend wirken sich darüber hinaus die politische Unsicherheit, die restriktive Finanzpolitik und der Arbeitskräftemangel in Deutschland aus.

#### Neue Wachstumsimpulse sind erst für 2025 zu erwarten

Die aktuellen konjunkturellen Frühindikatoren deuten nicht darauf hin, dass sich das Wirtschaftswachstum in Deutschland oder im Euroraum in der zweiten Jahreshälfte deutlich beschleunigen wird. Für Deutschland bedeutet dies weiterhin nahezu Nullwachstum und für die Eurozone Expansionsraten, wie wir sie auch in den ersten zwei Quartalen 2024 gesehen haben. Die sinkende Inflation und die steigenden Reallöhne werden die Verbraucher aber mittelfristig dazu ermuntern, wieder mehr Geld auszugeben. Noch halten sich die Konsumenten zwar zurück, in den kommenden Monaten dürfte sich dies aber vorraussichtlich ändern. Konjunkturbelebend werden sich zudem die sinkenden Zinsen auswirken, aber auch hier werden wir wohl bis zum Beginn des nächsten Jahres warten müssen, bis dieser Wachstumsimpuls richtig ins Gewicht fällt. Für die Eurozone rechnen wir für dieses Jahr mit einem BIP-Wachstum in Höhe von 0,7 %, gefolgt von 1,3 % im kommenden Jahr. Die deutsche Wirtschaft wird hingegen dieses Jahr vorraussichtlich um 0,1 % schrumpfen und auch für 2025 rechnen wir lediglich mit einem Plus von 0,6 %.

#### Gemeinsamer Abstieg der Zentralbanken vom Zinsgipfel

Die rückläufigen Inflationsraten haben es der EZB und der Fed erlaubt, mit dem Abstieg vom Zinsgipfel zu beginnen. Nachdem die Zentralbanken in den Jahren 2021 und 2022 die Preisanstiege zunächst unterschätzt hatten und dann etwas zu zögerlich mit der Straffung der Geldpolitik begonnen hatten, wollen sie jetzt sicher gehen, dass die Inflation auch wirklich unter Kontrolle gebracht ist. Die weiteren Zinssenkungen werden daher unserer Meinung nach graduell erfolgen.

Dafür spricht auch, dass die aktuelle geldpolitische Lockerung nicht aus der Notwendigkeit heraus erfolgt, die Konjunktur vor einer drohenden Rezession zu bewahren. Vielmehr sollte der Nominalzins sinken, da ansonsten die rückläufige Inflation zu einem Anstieg des Realzinses und damit zu einer noch restriktiveren Geldpolitik führen würde. Wir erwarten daher, dass die Leitzinsen dies- und jenseits des Atlantiks weiter langsam sinken werden, um die geldpolitischen Zügel zu lockern und der Konjunktur etwas Rückenwind zu geben.

Strukturelle Gründe wie etwa der demografische Wandel und die notwendigen Investitionen in den Klimaschutz werden voraussichtlich dazu führen, dass sich die Inflationsraten sowohl in der Eurozone als auch in den USA mittelfristig auf einem höheren Niveau als vor der Pandemie einpendeln werden. Für die Notenbanken heißt dies, ihre Geldpolitik weniger aggressiv zu lockern, als es früher üblich war. Wir erwarten, dass die Fed ihren Leitzins bis zum Sommer 2025 auf 3,75–4,0 % senken wird, während die EZB vermutlich bei einem Einlagensatz i.H.v. 2,5 % aufhören wird.

Dr. Felix Schmidt, Leitender Volkswirt

#### Wachstums- und Inflationsprognosen

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

\* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.  
 \*\* Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 18.09.2024.



## CHANCEN FÜR JAHRESENDRALLYE NACH DER US-WAHL

### AUF DEN PUNKT

- Aktienindizes dürften noch moderates Aufwärtspotenzial bis zum Jahresende haben. Allerdings sehen wir dies vor allem nach den US-Wahlen. Welche Regionen und Sektoren dabei die Nase vorne haben werden, dürften stark davon abhängen, wer bei den Wahlen als Sieger hervorgeht und ob beide US-Kammern von der gleichen Partei gewonnen werden.
- Nebenwerte bieten saisonal das größte Potenzial und dürften auch aufgrund fallender Zinsen unterstützt sein. Insgesamt dürfte die Marktbreite zunehmen.

### Durchwachsenes Q3 für Aktien

Während sich die großen Aktienindizes im dritten Quartal kaum bewegt haben, gab es unterhalb der Oberfläche eine Rotation. Tech-Aktien gehörten wegen einer Mischung aus KI-Hype-Sorgen und Wachstumssorgen zu den relativen Verlierern. Letztere belasteten auch Rohstoffaktien. Zu den relativen Gewinnern zählten hingegen defensive Aktiensektoren. Regional spiegelte sich das in einer Underperformance von asiatischen und US-Aktien sowie in einer Outperformance von britischen Aktien wider. Die relativ günstig bewerteten Nebenwerte, bei denen schon viel Negatives eingepreist ist, hielten sich erstaunlich gut.

### Gemischtes Bild mit Blick auf die Gewinnererwartungen

Obwohl die Rezessionsängste zuletzt vor allem aufgrund enttäuschender US-Konjunkturdaten zugenommen haben, haben die Analysten zuletzt ihre Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf

Monate nach oben genommen – vor allem für asiatische Aktien und defensivere sowie zinsensensitive Sektoren. Der Immobiliensektor sah die positivsten Gewinnrevisionen. Die Gewinnererwartungen, insbesondere für die USA, erscheinen jedoch sehr ambitioniert. Die Analysten erwarten ein Gewinnwachstum von 15 % für US-Aktien für 2025 – und dies bei einem schwächelnden US-Arbeitsmarkt und einer drohenden Wirtschaftsabschwächung. Entsprechend dürfte es in nächster Zeit tendenziell negative Gewinnrevisionen geben.

### Europäische Aktien mit hoher Risikoprämie

Die KGV-Bewertung für den S&P 500 ist nach der Korrektur Anfang August wieder gestiegen und liegt mit 21,3 so hoch wie zuletzt im Oktober 2021. Europäische Aktien sind dagegen im historischen Vergleich nochmals günstiger geworden und handeln nun mit einem historisch hohen Bewertungsabschlag gegenüber US-Aktien von mehr als 37 % auf Indexebene. Dafür gibt es verschiedene Gründe. Neben der unterschiedlichen Sektorstruktur (mehr innovative und wachstumsstarke Unternehmen in den USA) ist dafür auch das höhere Potenzialwachstum sowie der tiefere und flexiblere Kapitalmarkt in den USA verantwortlich. Zudem werden die USA stärker durch einen höheren Anteil von bewertungsinsensitiven Anlegern (z.B. ETF-Sparpläne) unterstützt. Jedoch dürften diese nicht-neuen Argumente nur einen Teil der Bewertungsdifferenz erklären. Die höheren EU-Energiepreise sowie der mögliche Sieg Trumps bei den US-Präsidentenwahlen (und damit wohl höhere Zölle) spielen auch eine Rolle. Das Positive ist, dass europäische Aktien schon eine hohe Prämie für all diese Risiken einpreisen und Chancen bieten, sollten diese nicht eintreten.

### Defensivere Aktien(regionen) hatten zuletzt die Nase vorne, begünstigt durch fallende Renditen und zunehmende Wachstumssorgen

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q3 2024 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	YTD (31.12.23-16.09.24)	Q3 24 (30.06.24-16.09.24)	16.09.23	16.09.22	16.09.21	16.09.20	16.09.19			
Stoxx Europa Defensiv		24,2	28,5	7,9	12,2	-10,1	21,7			
S&P 500	-0,4	18,6	23,2	9,6	3,3	35,0	7,0	4,8	1,3	21,3
Stoxx Europa Zyklisch		11,7	22,3	18,7	-16,9	36,7	-2,7			
DAX		11,2	17,2	24,7	-18,6	18,1	7,1	1,6	3,0	12,8
Stoxx Europa 50	-1,3	10,4	12,8	19,5	-0,1	20,8	-2,8	2,5	3,3	14,4
MSCI EM Asien	-3,7	10,4	9,7	0,2	-11,7	14,0	13,3	1,7	2,4	12,3
MSCI Großbritannien		10,2	11,6	10,2	10,0	19,9	-15,9	1,9	3,8	11,9
MSCI Japan		9,6	9,1	16,5	-15,0	26,0	-0,1	1,3	2,4	14,2
Euro Stoxx 50	-1,2	9,1	15,2	25,8	-13,8	27,1	-3,1	2,0	3,3	13,3
MSCI USA Small Caps		7,5	14,1	0,1	-0,9	48,2	-7,9	1,9	1,9	19,7
Stoxx Europa Small 200	-6,6	3,2	8,3	23,3	-15,0	68,0	-27,7	1,5	3,3	13,1
MSCI EM Lateinamerika	-12,2	0,9	-4,0	12,4	15,2	23,8	-29,3	0,9	5,3	9,3

Zeitraum: 16.09.2019-16.09.2024

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



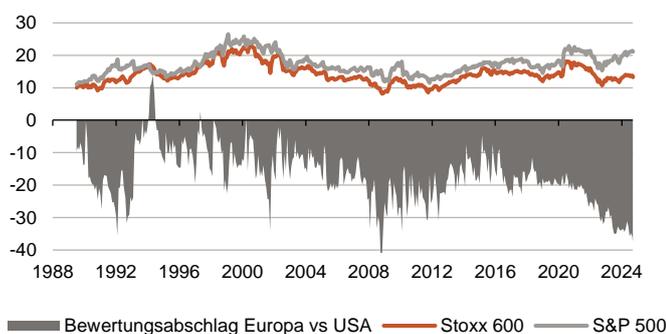
### Marktbreite dürfte weiter zulegen

Nachdem die Aktienindexperformance bis in den Sommer hinein von wenigen Titeln, vorwiegend Tech-Titeln, getrieben war, hat sich das Bild seit Juli geändert. Zuletzt konnten defensivere und vor allem zinssensitive Aktien Boden gut machen. Die Q4-Performance dürfte stark von dem Ausgang der US-Wahlen beeinflusst werden. Sollte Harris die Präsidentschaftswahl gewinnen, dürfte dies tendenziell auch Nicht-US-Aktien begünstigen (mehr internationale Zusammenarbeit, weniger Zölle, dafür höhere US-Steuern). Trump mit seinem Fokus auf die USA und Deregulierung wäre zumindest vordergründig besser für US-Aktien und insbesondere US-Nebenwerte mit viel Inlandsexposure. Für europäische Aktien und insbesondere Nebenwerte ist jedoch bereits viel Risikoprämie eingepreist. Zudem könnte ein Gewöhnungseffekt eintreten, da internationale Investoren heute besser als vor acht Jahren wissen, was sie unter Trump erwartet. Sollte es Trump tatsächlich gelingen, den Krieg zwischen Russland und der Ukraine zu beenden, könnte auch Europa davon profitieren (geringere Risikoprämie, niedrigere Energiekosten). Allerdings hängen die Implikationen für die Aktienmärkte auch davon ab, wie viele der Wahlversprechen tatsächlich umgesetzt werden – was wiederum davon abhängt, ob ein Kandidat beide US-Kammern übernimmt oder nicht. Die Historie zeigt, dass die Volatilität vor den Wahlen in der Regel hoch ist und danach stark abnimmt, unabhängig davon, wer gewinnt, da die Unsicherheit verschwindet. Wir sehen daher gute Chancen für eine Jahresendrallye und halten eine Outperformance von Small Caps für wahrscheinlich, begünstigt durch niedrigere Zinsen und eine positive Saisonalität.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

### Europäische Aktien waren selten so günstig relativ zu den USA

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate europäischer und US-Aktien sowie die entsprechende Bewertungsdifferenz (in %)



Zeitraum: 30.06.1989-16.09.2024  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

## WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

### Konjunkturelle Unsicherheit

Europäische Unternehmen im Bereich der erneuerbaren Energien profitieren von sich zumindest stabilisierenden Energiepreisen und die Aussicht auf fallende Zinsen erhöht die Attraktivität neuer Projekte. Demgegenüber gestalten sich die Nachfragetrends in der Automobilindustrie weiterhin schwierig und werden von Unsicherheiten rund um das Elektroauto geprägt. Im Luxusbereich berichteten die Unternehmen in den letzten Monaten, insbesondere in Asien, von einer weiteren, sequenziellen Verschlechterung der Trends, und der breite Abschwung hält an. Die Halbleiterbranche konnte zwar weiter von den starken, durch KI getriebenen Trends profitieren und sieht eine weitere Erholung des Kerngeschäfts, jedoch wurden die Erwartungen hinsichtlich Stärke und Schnelligkeit dieser Erholung zuletzt deutlich nach unten korrigiert. Im Gegensatz dazu sind die Trends im Gesundheitssektor weiter solide. Sowohl im Pharma- als auch im Medizintechniksektor waren einige Anhebungen der Jahresprognosen zu beobachten. Nach zwei Jahren des Abschwungs und einem längeren Lagerabbau sehen wir zudem eine deutliche Erholung bei Unternehmen im Life-Science-Bereich. Das De-Stocking kommt zum Ende, und der Auftragseingang wuchs im Vergleich zum Vorquartal. Wie in anderen Sektoren ist die Geschäftsentwicklung in China weiterhin schwach.

Matthias Born, CIO Aktien

### Prognoseübersicht: Die Bäume wachsen nicht in den Himmel

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

Indexprognosen	Aktuell			
	16.09.2024	30.06.2025	31.12.2025	In 12 Monaten
S&P 500	5.633	6.000	6.100	6.232
DAX	18.633	19.800	20.500	21.756
Euro Stoxx 50	4.828	5.300	5.400	5.634
MSCI UK	2.363	2.500	2.600	2.713
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	6,5	8,3	10,6
DAX	-	6,3	10,0	13,9
Euro Stoxx 50	-	9,8	11,9	17,1
MSCI UK	-	5,8	10,0	14,1

\* Durchschnitt, Konsensus Bottom-up per 16.09.2024.  
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



## SELEKTIVE RISIKEN VERSPRECHEN ERTRÄGE

### AUF DEN PUNKT

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

#### Gemeinsame Aufwärtsbewegung wahrscheinlich nicht dauerhaft

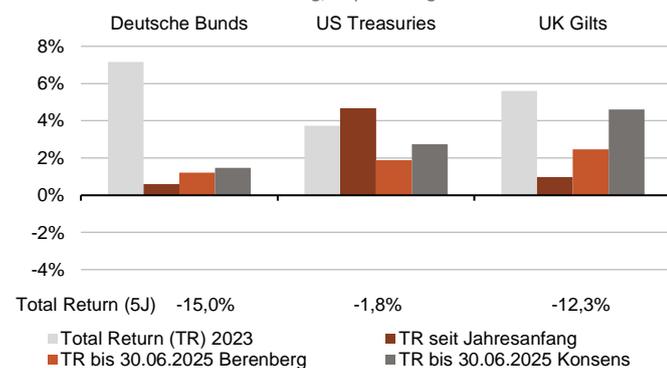
Das dritte Quartal bescherte Anlegern in weiten Teilen des Anleihemarktes fallende Renditen und damit erfreuliche Gewinne. Für die kommenden Wochen und Monate erwarten wir allerdings keine Fortsetzung der einträchtigen Aufwärtsbewegung der Anleihepreise, sondern eine Rückkehr zur Heterogenität der ersten Jahreshälfte. Insofern dürfte die Differenzierung zwischen einzelnen Anleihesektoren wieder stärker an Bedeutung gewinnen.

#### Sichere Staatsanleihen: Jüngster Rückenwind flaut wieder ab

Nach zwei negativen Quartalen wendete sich für sichere Staatsanleihen zuletzt das Bild – von Juli bis September konnten Wertzuwächse verzeichnet werden. Vergleichsweise taten sich in jeweiliger Landeswährung besonders US-Treasuries hervor und weisen nun seit Jahresbeginn eine deutlich positive Bilanz auf (Abb. unten links). Neben erhöhter Nachfrage nach Sicherheit, die den Markt in der zweiten Julihälfte, während der temporären Aktienmarktkorrektur Anfang August und noch einmal Anfang September

#### Sichere Staatsanleihen: moderate Erträge bis Mitte 2025

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



Zeitraum: 18.09.2019-18.09.2024

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

prägte, kam der anhaltende Disinflationsprozess dem Staatsanleihe-segment zugute. So sank die deutsche Preissteigerungsrate im August gegenüber dem Vorjahresmonat auf 1,9 % (bzw. auf 2,0 % im EU-harmonisierten Maßstab) und damit erstmals seit März 2021 wieder unter die Zwei-Prozent-Marke. Auch eurozonenweit sowie in den USA fiel die Inflation, so dass Hoffnungen auf weitere Leitzinssenkungen Staatspapiere zusätzlich unterstützten. Da die Renditen am kurzen deutlich stärker als am langen Ende gesunken sind, sind die Renditestrukturkurven zumindest bei Betrachtung zehn- und zweijähriger Laufzeiten wieder nahezu flach. Vieles scheint nun eingepreist und in unserem Hauptszenario rechnen wir mit wieder steigenden Renditen im längeren Laufzeiten-segment. Positive Erträge aus laufender Verzinsung könnten somit teilweise von gegenläufigen Kursbewegungen aufgezehrt werden.

#### Unternehmensanleihen: Technik sticht Bewertung

Euro-Unternehmensanleihen haben auch 2024 bisher die Nase vorn: Das IG-Segment gewann 3,2 % hinzu, während Hochzinspapiere sogar um 5,9 % zulegten. Und auch im weiteren Jahresverlauf sollte das Segment durch markttechnische Faktoren unterstützt bleiben. Die Unternehmensbilanzen präsentieren sich solide und das Gros der jüngsten Quartalsergebnisse zeigt keinerlei Eintrübung durch die Gefahr einer noch immer nicht gänzlich aus-schließenden Rezession. Zugleich steuern die Emissionsmärkte auf ein neues Rekordjahr zu: Bereits 154 Mrd. Euro netto konnten bei reger Nachfrage platziert werden. Der Anlegerappetit scheint groß, schließlich deuten die Fondsmittelzuflüsse sowohl im IG- als auch im Hochzinsbereich laut J.P. Morgan auf ein Wachstum der Anlageklasse von fast 10 % hin. Lediglich beim Thema Bewertung

#### Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

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

	18.09.2024	30.06.2025	31.12.2025
	Aktuell	Ø*	Ø*
<b>USA</b>			
Leitzins	4,75-5,00	3,75-4,00	3,95
10J US-Rendite	3,71	3,90	3,79
<b>Eurozone</b>			
Leitzins	3,65	2,65	2,85
10J Bund-Rendite	2,19	2,30	2,27
<b>Großbritannien</b>			
Leitzins	5,00	4,25	4,10
10J Gilts-Rendite	3,85	4,00	3,72

\* Durchschnitt, Konsens per 18.09.2024.

Quelle: Bloomberg



herrscht weniger Zuversicht. Die Risikoaufschläge können in vielen Segmenten im historischen Vergleich nur noch als fair bezeichnet werden (siehe Abb. unten links). Sofern man von einem „Weiter so“ am Markt ausgeht, sollte dies zwar kein Problem darstellen, vielmehr dürfte die technische Unterstützung dominieren. Allerdings könnte ein hitziger US-Wahlkampf neben möglicherweise schwachen makroökonomischen Daten dieses Bild durchkreuzen und eine Korrektur einläuten. Wir fahren auf Sicht und bevorzugen weiterhin Unternehmensanleihen, dies allerdings im defensiveren Investmentgrade- anstatt im Hochzinssegment.

#### Schwellenländer: Lokalwährungsanleihen mit Nachholpotenzial

Während noch im Frühjahr über eine mögliche Zinserhöhung in den USA spekuliert wurde, setzte sich während des dritten Quartals die Überzeugung eines beginnenden Zinssenkungszyklus ab September durch. Die diesem Sinneswandel zugrunde liegenden schwächeren Arbeitsmarkt- und Inflationsdaten beeinflussten auch den Markt für Schwellenländerpapiere. Noch bis April waren die Beiträge der Zinskomponente zur Performance negativ, anschließend kehrte sich der Effekt bis Mitte September um (+4,9 % im Hartwährungs-, +1,4 % im Lokalwährungssegment). Auffällig ist, dass Lokalwährungsanleihen trotz günstiger Rahmenbedingungen noch nicht ihr volles Potenzial ausschöpfen konnten (siehe Abb. unten rechts). Die Gründe hierfür sehen wir erstens darin, dass sich Schwellenländerzentralbanken angesichts der Unsicherheit über die US-Zinspolitik mit aggressiven Lockerungen zunächst zurückgehalten haben. Zweitens könnte ein möglicher Wahlsieg Donald Trumps das Umfeld für Schwellenländer ändern. Diese Ungewissheit wird voraussichtlich bis zur

Präsidentenwahl am 5. November bestehen bleiben. Drittens führten überraschende Äußerungen seitens Brasiliens und Kolumbiens zu Sorgen vor steigenden Haushaltsdefiziten und zu Abverkäufen in jeweiligen Lokalwährungsanleihen. Wir halten diese Bewegungen indes für überzogen. Langfristig sollte die Bewertung wieder auf ein fundamental gerechtfertigtes Niveau zurückkehren, so dass derzeit interessante Einstiegsmöglichkeiten bestehen. Daher präferieren wir weiterhin Lokalwährungspapiere gegenüber ihren Pendanten in Hartwährung und halten Erstere aufgrund ihrer Risiko-Ertrags-Perspektive für die attraktivste Anlageklasse innerhalb der Schwellenländer.

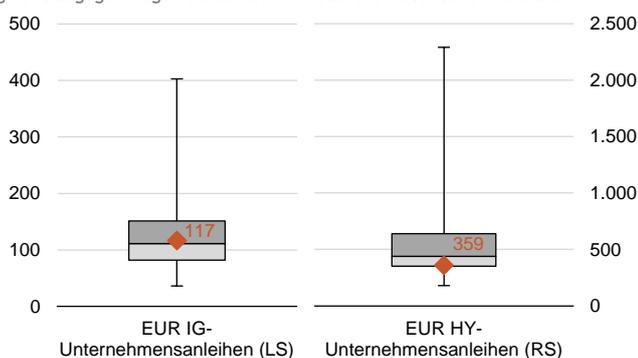
#### Fazit: Chancen bei Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Sichere Staatsanleihen haben nach einem unerwartet guten dritten Quartal mit Blick nach vorn etwas an Attraktivität verloren. Sowohl in Deutschland als auch bei US-amerikanischen und britischen Papieren sollten im Fall einer sanften Landung der US-Konjunktur mittelfristig wieder steigende Renditen und damit Kursverluste bevorstehen, die die laufende Verzinsung ganz oder teilweise aufzehren. Unternehmensanleihen sind trotz nicht mehr günstiger Bewertung durch die Markttechnik gut unterstützt und dürften sich ohne deutliche Konjunkturschwäche weiterhin besser entwickeln. Angesichts möglicher Risiken bevorzugen wir allerdings das defensive Investmentgrade-Segment gegenüber Hochzinsanleihen. In Schwellenländern sind unverändert Lokalwährungspapiere unsere Favoriten, die ihr Potenzial noch nicht zur Gänze ausgespielt haben. Dies könnte sich in den kommenden Monaten ändern.

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

#### Unternehmensanleihen: HY-Risikoprämien historisch unattraktiv

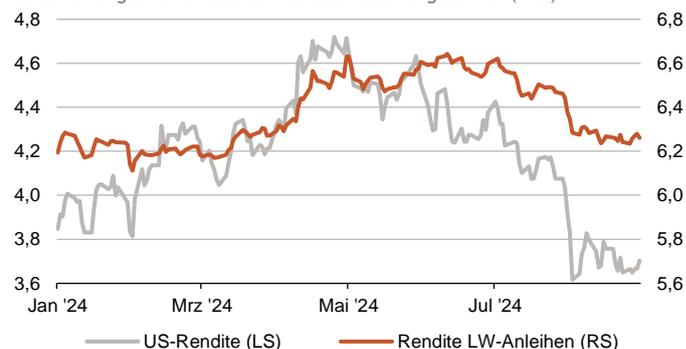
Die Risikoaufschläge im HY-Segment stellen kein Kaufargument mehr dar, im IG-Segment dagegen liegen sie auf dem Niveau des historischen Medians



Zeitraum: 01.01.2000-16.09.2024. Risikoprämien gegenüber deutschen Staatsanleihen, IG = Investmentgrade, HY = High Yield (Hochzinspapiere). Quelle: ICE, eigene Berechnungen

#### Schwellenländer: Lokalwährungspapiere haben Nachholpotenzial

5-jährige US-Renditen sind im Vergleich zur Rendite durationsähnlicher EM-Lokalwährungsanleihen seit Juni deutlich stärker gesunken (in %)



Zeitraum: 01.01.2024-31.08.2024. Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. LW = Lokalwährungen, LW-Rendite: J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite Yield to Maturity



## ZYKLISCHE ROHSTOFFE WARTEN AUF KONJUNKTURERHOLUNG

### Öl trotz durchwachsenen Ausblicks weiter seitwärts

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

### Gold auf Allzeithoch, aber es gibt noch Luft nach oben

Wie schon in Q1 und Q2 erreichte Gold auch im dritten Quartal neue Allzeithochs. Allerdings haben sich die Treiber der Rallye im Vergleich zum ersten Halbjahr umgekehrt – von physischer hin zu finanzieller Nachfrage. Zuvor hatten EM-Zentralbanken die De-Dollarisierung ihrer Währungsreserven vorangetrieben und chinesische Privatanleger hatten verstärkt in Gold statt in Immobilien investiert. Gleichzeitig verzeichneten Gold-ETFs in H1 Abflüsse i.H.v. 4,5 Mio. Unzen. Zuletzt verlangsamten sich die physischen Käufe im Zuge des stark gestiegenen Goldpreises jedoch deutlich, während im Westen das Investoreninteresse am sicheren Hafen angesichts endlich fallender Leitzinsen plötzlich wieder zunahm. Trotz Allzeithoch kann die Rallye bei Gold dank dem Wechsel der Treiber weitergehen. Im Umfeld sinkender Zinsen, steigender Staatsschulden, eines schwächeren US-Dollars, hoher Unsicherheit im Vorfeld der US-Wahlen und geopolitischer Eskalationen im Nahen Osten gibt es viele gute Gründe, in Gold zu investieren.

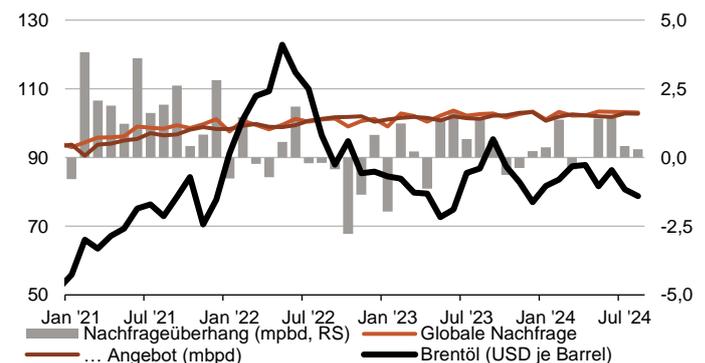
### Metalle warten auf steigende Aktivität im verarbeitenden Gewerbe

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

Ludwig Kemper, Multi Asset Strategy & Research

### Fundamentale Ausgangslage bei Öl gut, aber Ausblick durchwachsen

Globaler Nachfrageüberhang (in Millionen Barrel pro Tag) gegenüber dem Preis der Ölsorte Brent (in USD je Barrel)

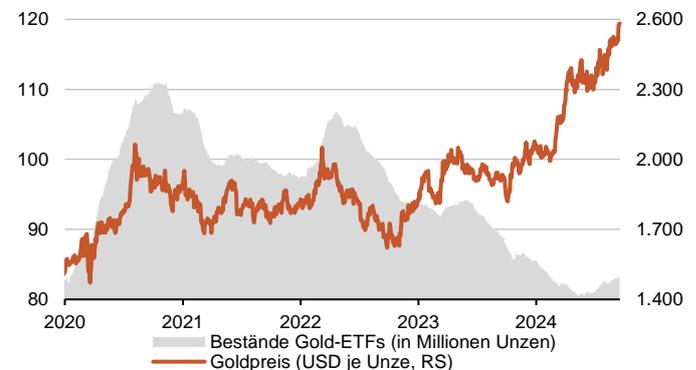


Zeitraum: 01.01.2021-31.08.2024

Quelle: Bloomberg, EIA, eigene Berechnungen

### Weitere Zuflüsse in Gold-ETFs dürften Rückenwind geben

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

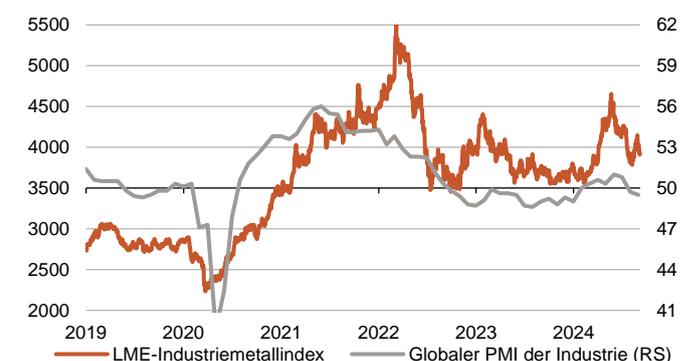


Zeitraum: 01.01.2020-16.09.2024

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

### Bei einer Erholung in der Industrie dürften Metalle aufwerten

LME-Industriemetallindex gegenüber dem globalen Einkaufsmanagerindex der Industrie



Zeitraum: 01.01.2019-16.09.2024

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



# BEGINN DER US-ZINSWENDE SCHWÄCHT DEN US-DOLLAR

## Große Zentralbanken steigen vom Zinsgipfel ab

In den USA haben die rückläufige Inflation und der sich abkühlende Arbeitsmarkt in den letzten Monaten dazu geführt, dass der Währungsmarkt eine frühere und aggressivere Zinswende der Fed eingepreist hat. Dem Greenback hatte diese Aussicht zuletzt ein wenig den Wind aus dem Segel genommen. Er hat seit dem Spätsommer nicht nur gegenüber dem Euro etwas von seiner bisherigen Stärke eingebüßt.

Die US-Notenbank hat zwar etwas später mit der Zinswende begonnen als die EZB, aber jetzt könnte sie ihren Leitzins schneller senken, als dies in der Eurozone der Fall sein dürfte. Für den US-Dollar bedeutet dies einen anhaltenden Abwertungsdruck. Hinzu kommt, dass sich die US-Konjunktur in den kommenden Monaten voraussichtlich weiter abkühlen wird, während der noch zögerliche Aufschwung in der Eurozone im kommenden Jahr etwas an Schwung gewinnen könnte. Wir rechnen daher für 2025 mit einer leichten Aufwertung des Euros gegenüber dem Greenback.

Mittelfristig ist somit mit einer gewissen Euro-Stärke zu rechnen. Im Vorfeld der US-Präsidentenwahlen am 5. November könnte der US-Dollar allerdings noch einmal zeitweilig Rückenwind erhalten. Denn in politisch unsicheren Zeiten ist der Greenback als sicherer Hafen immer gefragt – ironischerweise auch dann, wenn die Unsicherheit von den USA ausgeht.

Auch der Schweizer Franken erfreut sich insbesondere in turbulenten Zeiten großer Nachfrage. Dies zeigte sich erneut Anfang August, als Kurseinbrüche an den Weltbörsen den Franken deutlich aufwerten ließen. Kurzfristig könnte die US-Wahl für eine gewisse zusätzliche Nachfrage nach dem Franken sorgen, bis zum Jahresende wird sich der Wechselkurs aber wieder etwas der Parität annähern. Danach wird der Wechselkurs vom weiteren Vorgehen der Notenbanken bestimmt. Und hier werden die EZB und die Schweizer Notenbank sehr ähnlich vorgehen, weshalb wir für das kommende Jahr tendenziell mit einer Seitwärtsbewegung des Euro-Franken-Kurses rechnen.

Die Bank of England hat die Zinswende von einem etwas höheren Niveau als die EZB eingeleitet und dürfte daher ihren Leitzins etwas stärker senken als ihr europäisches Pendant in der Eurozone. Die geringere Zinsdifferenz spricht zwar gegen das Pfund, gleichzeitig hat die Konjunktur in Großbritannien derzeit etwas mehr Schwung als in der Eurozone. Insgesamt erwarten wir daher eine Seitwärtsbewegung des Euro-Pfund-Kurses.

Dr. Felix Schmidt, Leitender Volkswirt

## Der US-Dollar hat zuletzt etwas an Stärke verloren

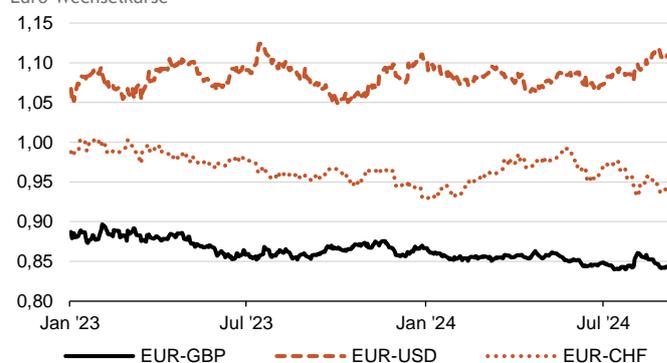
Nominale effektive Währungskurse



Zeitraum: 01.01.2020-16.09.2024  
Euro und US-Dollar gegenüber Handelspartner-Währungskörben. Quelle: JPM

## Schweizer Franken zuletzt als sicherer Hafen gefragt

Euro-Wechselkurse



Zeitraum: 01.01.2023-16.09.2024  
Quelle: FT

## Wechselkursprognosen

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

Wechselkursprognose	18.09.2024	30.06.2025		31.12.2025	
	Aktuell	🇪🇺	🇺🇸	🇪🇺	🇺🇸
EUR/USD	1,11	1,13	1,12	1,15	1,13
EUR/GBP	0,84	0,84	0,85	0,84	0,85
EUR/CHF	0,94	0,96	0,97	0,97	0,98
EUR/JPY	158	154	157	152	155

Veränderung zum Euro (in %)	30.06.2025		31.12.2025	
	🇪🇺	🇺🇸	🇪🇺	🇺🇸
USD	-	-1,6	-0,7	-3,3
GBP	-	0,2	-1,0	0,2
CHF	-	-2,0	-3,0	-3,0
JPY	-	2,7	0,8	4,1

\* Durchschnitt, Konsens per 18.09.2024.  
Quelle: Bloomberg



## INTERVIEW MIT MARIA ZIOLKOWSKI

**Frau Ziolkowski, Sie managen Staatsanleihen, defensive Anleihen im Investmentgrade-Segment sowie kurzlaufende Anleihekonzeppte. Was fasziniert Sie an der Anlageklasse Anleihen und Ihrer Tätigkeit als Portfoliomanagerin?**

Schon in der Grundschule durfte ich mir aussuchen, ob ich meine Geldgeschenke als Festgeld oder Tagesgeld anlegen wollte. Später begann ich mich für die Börse und die Finanzmärkte zu interessieren, in der großen Finanzkrise 2007/08 kam ich mit den Anleihemärkten in Berührung. Ich hatte damals eine Geographielehrerin, die mich damit beeindruckte, dass sie österreichische Staatsanleihen besaß. Als Privatperson dem Staat Geld zu leihen, fand ich faszinierend. Ich entschied mich für ein Volkswirtschaftsstudium und beschäftigte mich vor allem mit Geldpolitik und Bankenregulierung.

Anleihen reagieren sensibel auf wirtschaftliche und politische Entwicklungen. Es macht mir großen Spaß, die Zusammenhänge zu erkennen, diese zu bewerten und daraus unsere Positionierung abzuleiten. Da das Marktumfeld dynamisch ist, zwingt es einen fast täglich, seine Meinung zu hinterfragen und Neues zu lernen.

**Sie sind jetzt seit gut einem Jahr bei Berenberg. Was zeichnet das Berenberg-Anleiheteam aus und was macht es besonders?**

Das Team ist sehr vielfältig und ergänzt sich gut. Jede Person ist für einen Teilbereich verantwortlich, so dass wir sehr viele Themen abdecken können. Zudem sind wir in den Multi-Asset-Bereich integriert und profitieren somit von Synergien. Themen wie Risiksentiment und Konjunktur werden etwa gemeinsam erarbeitet. Nachdem eine Meinung feststeht und begründet wurde, haben wir viele Freiheitsgrade, aktive Entscheidungen zur Positionierung umzusetzen.

Eine Sache, die mich sehr überrascht hat, ist der weit verbreitete Einsatz von Portfoliomanagern mit Programmierkenntnissen und Programmierern. Es gibt unzählige Kollegen, die ständig versuchen, Arbeitsabläufe zu strukturieren, technisch zu unterstützen und damit effizienter und vor allem fehlerfreier zu gestalten. Das gibt uns mehr Zeit für das Portfoliomanagement, die Fundamentalanalyse und Spezialgebiete wie Emerging Markets oder Finanzanleihen.

**Anleihen bieten wieder attraktive Renditen. Was bedeutet das für Anleger und wie haben Sie im Anleiheteam darauf reagiert? Welche Anleiheprodukte bietet Berenberg seinen Kunden?**

Das höhere Zinsumfeld sorgt dafür, dass Anlegerinnen und Anleger nicht mehr auf Aktien angewiesen sind, um Kapitalerträge oberhalb der Inflation zu erzielen. Berenberg ist ein Haus der



kurzen Wege und entsprechend wurden neue Produkte als Antwort auf das neue Umfeld geschaffen. Im letzten Jahr haben wir den Berenberg Euro Target 2028 Fonds sowie verschiedene Laufzeiten- und Leiterstrukturstrategien in der Vermögensverwaltung aufgelegt, mit denen Renditeniveaus gesichert werden können. In diesem Jahr wurde eine reine Anleihestrategie in der Vermögensverwaltung aufgelegt.

**Wo liegen die Besonderheiten der Vermögensverwaltung Anleihestrategie Euro? Worauf achten Sie bei der Anleihe Selektion?**

Die Strategie hat viele Freiheitsgrade und wird aktiv gesteuert. Der Fokus liegt auf Top-down -Entscheidungen wie der Steuerung von Duration, Sektoren- und Länderallokation und der chancenorientierten Auswahl von Einzeltiteln. Sie wird ab fünf Mio. Euro angeboten, um sinnvoll diversifizieren zu können, da Unternehmensanleihen mehrheitlich ein Mindestinvestment von 100.000 Euro voraussetzen. ETFs und Fonds werden hingegen nur in Einzelfällen (z.B. Vermeidung von Transaktionskosten bei sehr geringer Marktliquidität) eingesetzt und sind mit einer maximalen Quote von 15 % begrenzt.

**Wo liegen die Unterschiede zwischen der Vermögensverwaltung Anleihestrategie Euro und dem breiten Anleihefonds Berenberg Euro Bonds, der auch einen vermögensverwaltenden Charakter hat?**

Beide tätigen Investitionen auf der Grundlage der Kapitalmarktmeinung des Investmentkomitees, wenden sowohl Top-down- als auch Bottom-up-Analysen an und operieren in den gleichen



Segmenten. Bei dem Fonds gibt es kein Mindestanlagevolumen und die Zinspositionierung kann über Futures abgebildet werden. Aufgrund der Mindeststückelung bei Anleihen ist der Berenberg Euro Bonds auch diversifizierter und hat zudem eine höhere Maximalquote für High-Yield- und Nachranginvestments.

#### **Wie sind derzeit die Ertragsmöglichkeiten bei Euro-Anleihen und welche Risiken sind damit verbunden?**

Derzeit gibt es weltweit keine Anzeichen für die Rückkehr in ein dauerhaftes Niedrigzinsumfeld. Obwohl Zinsen gerade gesenkt werden, sollten strukturelle Faktoren wie der demografische Wandel oder der Klimawandel in Zukunft für höhere (Real-)Zinsen sorgen. Dies sollte in vielen Anleihe-segmenten zumindest eine Rendite oberhalb der Inflation ermöglichen. Die laufende Verzinsung von europäischen Staatsanleihen beträgt etwa aktuell 2,8 %, von Investmentgrade-Euro-Anleihen 3,5 % und von High-Yield-Euro-Anleihen 6,4 %.

Durch aktive Steuerung kann ein zusätzlicher Mehrwert erzielt werden. Wenn beispielsweise Rezessionsängste aufflammen, fallen Zinsen normalerweise und die Risikoprämien weiten sich aus, was zu Kursverlusten bei besonders risikoreichen Anleihen führt, während defensive Anleihen profitieren. Wenn wir von einer Rezession ausgehen, würden wir daher auf eine ausgewogenere Positionierung mit einer höheren Quote an Covered Bonds und Staatsanleihen setzen. Die aktive Steuerung sollte es uns ermöglichen, eine gute Performance in einer Vielzahl von Szenarien wie einer steigenden Inflation, einer stärkeren Rezession, Handelskriegen oder auch stärkeren geopolitischen Risiken zu erzielen.

#### **Warum sollten Anleger gerade jetzt über Anleiheinvestments mit längeren Laufzeiten nachdenken?**

Aufgrund der immer noch inversen Zinskurve sind die Renditen bei kurzen Laufzeiten aktuell höher als bei längeren Laufzeiten. Es erscheint zunächst attraktiver zweijährige Anleihen zu kaufen. Aber nach zwei Jahren muss das Kapital reinvestiert werden und das bei womöglich niedrigeren Zinsen. Die meisten Zentralbanken haben mit Zinssenkungen begonnen und die Renditehöchststände dürften bereits hinter uns liegen. Eine längere Zinsbindung könnte damit zu einer höheren Gesamrendite führen. Neben der laufenden Verzinsung sind aber auch Preiseffekte zu berücksichtigen. Obwohl die Zinsen vermutlich am kurzen Ende mehr fallen werden und wir zu einer ansteigenden Kurve zurückkehren werden (im historischen Durchschnitt liegen Renditen für zehn Jahre 80–100 Bp über jenen für zwei Jahre), reagieren Anleihen mit längerer Duration sensibler auf Zinsänderungen, so dass man sich in der

Laufzeit positionieren sollte, wo der Effekt aus Zinssenkung und Duration am besten ist. Aus unserer Sicht sind dies aktuell Anleihen mit mittleren Laufzeiten von drei bis sieben Jahren.

#### **Sie verwalten auch Laufzeitstrategien. Was ist die Besonderheit von Laufzeitstrategien und Laufzeitfonds?**

Bei Laufzeitstrategien kaufen wir nur Anleihen, die zu einem bestimmten Zeitpunkt fällig werden. Unser Berenberg Euro Target 2028 Fonds hält beispielsweise nur Anleihen mit Fälligkeiten im Jahr 2028. Die Rendite ist damit recht vorhersehbar, denn es gibt kein Wiederanlagerisiko, Ausfallrisiken können ebenfalls durch konsequentes Risikomanagement minimiert werden. Solche Strategien setzen nur auf die laufende Verzinsung und nicht auf Preiseffekte. Voraussetzung ist das Halten bis zur Fälligkeit. Bei den Strategien haben wir einen Buy-and-Maintain-Ansatz, d.h., wir kaufen Anleihen mit dem Ziel, diese bis zur Endfälligkeit zu halten. Änderungen erfolgen dann aufgrund des Risikomanagements oder wenn eine attraktivere Anleihe mit der gleichen Ziellaufzeit emittiert oder gefunden wird.

#### **Welche Anleihe-segmente erachten Sie im Team aktuell als am attraktivsten?**

Wir sind recht ausgewogen positioniert. Kerninvestments, die in unterschiedlichen Marktphasen solide Renditen erzielen sollten, werden mit attraktiv verzinsten Einzeltiteln kombiniert. Außerhalb des Euroraums halten wir Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern für attraktiv, da sie eine hohe laufende Rendite bieten und die meisten Währungen aufgrund der Zinssenkungen der Fed gegenüber dem US-Dollar aufwerten dürften.

## **KURZVITA**

Maria Ziolkowski, CFA, ist seit September 2023 bei Berenberg. Als Portfoliomanagerin fokussiert sie sich auf Staatsanleihen und defensive Anleihen im Investmentgrade-Segment. Bevor sie zu Berenberg kam, arbeitete sie bei Flossbach von Storch und BNP Paribas. Sie hat einen Bachelor in Volkswirtschaftslehre der Wirtschaftsuniversität Wien, einen Master in Monetary and Financial Economics der Universität Lissabon und einen Master in Gender Studies der Universität Wien.



# 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

**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

**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

**Dr. Felix Schmidt | Leitender Volkswirt**  
Analysiert wirtschaftliche - insbesondere makroökonomische - Entwicklungen

**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](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum 20. September 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](http://www.berenberg.de)  
[multiasset@berenberg.de](mailto:multiasset@berenberg.de)