



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

GROSSE ZINSWENDE HILFT

Die weltweit lockerere Geld- und Fiskalpolitik sollte die Konjunktur stützen und die Märkte weiterhin auf ein freundliches Konjunkturmilieu setzen lassen. Die Risiken liegen in der US-Außen- und Handelspolitik sowie in der Entwicklung der Inflation und der Staatsverschuldung. Der weitere Zinspfad und die Politik der Fed sind daher mit hoher Unsicherheit behaftet.

UMSCHICHTUNG VORAUS

Anleger haben auch 2024 wieder viel Geld in kurzfristige Zinsanlagen wie Geldmarktfonds und Termingelder angelegt, doch die Zinsen sinken. Im Jahr 2025 könnten sie sich anderen Anlagen zuwenden und Gold, Unternehmensanleihen und Aktien profitieren

ZÄHERES BULLENJAHR

Die Aktienmärkte bieten bei positivem Gewinnwachstum und vermehrten Firmenübernahmen noch etwas Potenzial. Allerdings sind angesichts der politischen Risiken Rückschläge und höhere Volatilität wahrscheinlich, da die Bewertungen hoch und die Stimmung und Positionierung der Anleger optimistisch sind.

Q1 | 2025



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen und Leser,

„Herausfordernd, aber mit Chancen“ hatten wir unseren Ausblick auf das Jahr 2024 betitelt. Als herausfordernd erwiesen sich vor allem das wechselnde Marktnarrativ zwischen Ängsten vor einem zu starken und einem zu schwachen US-Wachstum, die damit stark schwankenden Anleiherenditen sowie die geringe Marktbreite im ersten Halbjahr. Das ganze Jahr über rangen die Märkte mit der Frage, ob die sanfte Landung der US-Wirtschaft gelingen würde. Letztlich entwickelte sich die Konjunktur 2024 in vielen Regionen besser als noch vor einem Jahr erwartet, allen voran in den USA, und die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen stiegen trotz Zinssenkungen der Zentralbanken. Den Anlegern boten sich zahlreiche Chancen. Gold, Aktien und Industriemetalle legten zweistellig zu. Dass die Aktienmärkte neue Höchststände erreichen würden, hatten wir erwartet. Das Ausmaß hat uns jedoch überrascht. Auch fast alle Anleihe-segmente verzeichneten Gewinne, allen voran Unternehmens- und Hochzinsanleihen. Anleger, die auf kurzfristige Zinsanlagen wie Termingelder setzten, hatten das Nachsehen.

Was können Anleger für das Jahr 2025 erwarten? Niedrigere Inflationsraten als in den Vorjahren, sinkende Leitzinsen vor allem in Europa und wahrscheinlich neue fiskalpolitische Impulse sprechen für ein marktfreundliches Konjunkturmilieu, solides Gewinnwachstum und eine Fortsetzung des Aktienbullens. Jedoch ist bei US-Aktien bereits viel Positives eingepreist, die Stimmung und Positionierung der Anleger sind optimistisch, und die Unsicherheit mit Blick auf die US-Handels- und Außenpolitik sowie die US-Staatsverschuldung ist unter Präsident Trump hoch. Dabei weisen die Risiken für die Märkte keineswegs nur nach unten, wie etwa durch die viel diskutierten Zölle, die sinkende Zuwanderung oder die zunehmenden Spannungen zwischen den USA und China. Denn wenn sich beispielsweise die Lage rund um den Krieg Russlands in der Ukraine sowie im Nahen Osten entspannt, dürften die Energiepreise sinken, die Zentralbanken die Zinsen stärker senken und sich die Konjunktur insbesondere in Europa besser entwickeln. Auch eine Deregulierung unter Trump, eine neue Regierung in Deutschland oder stärkere fiskalische Maßnahmen in

China könnten Impulse liefern. Vermehrte Firmenübernahmen und eine Umschichtung von Anlegergeldern aus kurzfristigen Zinsanlagen dürften zudem unterstützen.

Wir gehen daher davon aus, dass der Aktienbullensmarkt weitergeht, dass das dritte Jahr aber volatil und schwieriger wird, mit mehr Rückschlägen und weniger Potenzial für Aktien. Insbesondere die Verteidigung Trumps könnte die Anleger vorsichtiger werden lassen. Denn das klare Wahlergebnis könnte von ihm als Auftrag verstanden werden, seine Politik zügig und ohne Abstriche durchzusetzen, was die Kapitalmärkte zumindest vorübergehend belasten könnte. Anleihen dürften 2025 nur moderat zulegen, und Gold aufgrund der erhöhten Unsicherheit und der Notenbankkäufe gestützt bleiben. Wir sind zuversichtlich, dass breite Multi-Asset-Portfolios trotz aller Unsicherheiten und Risiken auch 2025 deutlich besser abschneiden werden als kurzfristige Zinsanlagen.

Im Insights-Interview ab Seite 14 spricht Vincent Kalmes, Leiter Multi Asset Internal Advisory, darüber, wie bei Berenberg Anlageideen für das Beratungsgeschäft entwickelt und ausgearbeitet werden. Alles Gute für 2025!

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Mehr Volatilität in der Politik & an den Finanzmärkten	
Volkswirtschaft	Seite 6
USA hängen die Eurozone wirtschaftlich weiter ab	
Aktien	Seite 8
2025 mit weniger Aufwind, aber gesunder Marktbreite	
Anleihen	Seite 10
Wer gewinnen will, muss wagen	
Rohstoffe	Seite 12
Langfristig glänzt nicht nur Gold	
Währungen	Seite 13
Politik löst Notenbanken als Wechselkursstreiber ab	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Vincent Kalmes	
Impressum	Seite 16



MEHR VOLATILITÄT IN DER POLITIK & AN DEN FINANZMÄRKTEN

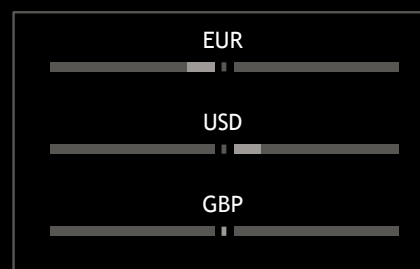
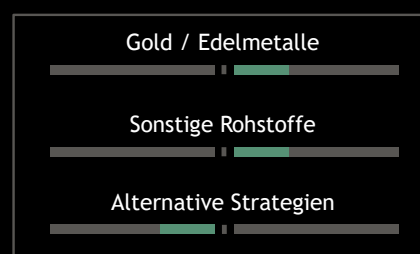
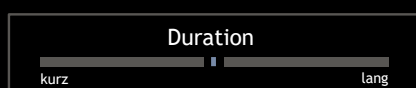
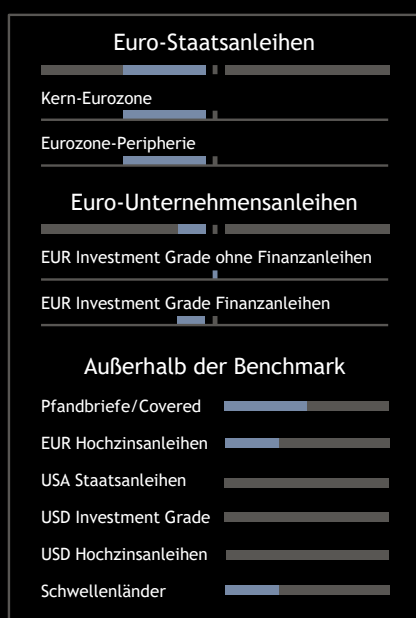
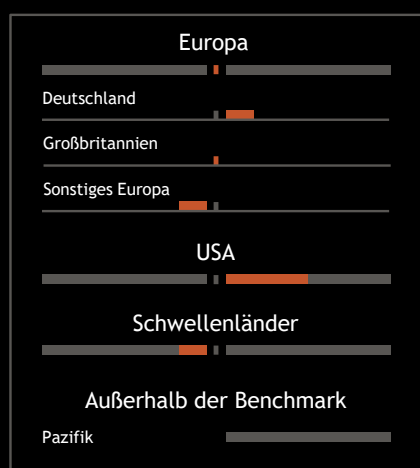
AUF DEN PUNKT

- Konjunkturmilieu, zunehmende Firmenübernahmen und eine Reallokation von Anlegergeldern aus kurzen Zinsanlagen sprechen für die Fortsetzung des Aktienbullensmarktes.
- Die zahlreichen politischen Risiken, die hohen Bewertungen von (US-)Aktien und die niedrigen Kreditrisikoprämien bei Unternehmensanleihen begrenzen das Renditepotenzial risikobehafteter Anlagen. Mehr Rückschläge und höhere Volatilität sind zu erwarten. Staatsanleihen bieten kaum Potenzial.
- Nach dem Jahresstart, spätestens mit der Vereidigung von Donald Trump am 20. Januar, dürfte es zäher werden.
- Der Trend hin zu mehr Marktbreite aus dem 2. Halbjahr 2024 dürfte sich 2025 fortsetzen und Nebenwerte stützen.

Portfolio-Positionierung auf einen Blick

Angesichts der Unsicherheit über den US-Wahlausgang starteten wir ausgewogen positioniert ins vierte Quartal. Auch eine Über-

gewichtung bei Anleihen oder eine lange Duration lag nicht nahe, da wir die Zinssenkungserwartungen des Marktes für übertrieben hielten. Mit der zunehmenden Wahrscheinlichkeit eines Trump-Sieges bauten wir vor der Wahl Aktien weiter auf, insbesondere US Mid Caps, zum Teil zu Lasten von Europa. Einen weiteren Schritt machten wir unmittelbar nach Trumps Sieg. In das neue Jahr hinein halten wir an unserer Übergewichtung von (US-)Aktien und Rohstoffen gegenüber Anleihen und Kasse fest, erwarten aber, dass es an den Märkten spätestens mit der Vereidigung von Donald Trump wieder volatil wird. Staatsanleihen bieten auch 2025 nur wenig Potenzial – außer es kommt zu einem konjunkturellen Einbruch oder einer Eskalation geopolitischer Risiken. Unternehmensanleihen bieten attraktivere Renditen, aber die Risikoaufschläge sind bestenfalls fair. Bei Lokalwährungsanleihen der Schwellenländer und Hochzinsanleihen sehen wir teilweise Chancen. Gold hat sich sehr gut entwickelt, bleibt aber deutlich übergewichtet. Andere Rohstoffe, insbesondere Industriemetalle, bleiben aufgrund ihres Sachwertcharakters und unterstützt von strukturellen Trends eine sinnvolle Portfolioeinkaufsmischung.



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

– Untergewichtet ■ Neutral + Übergewichtet

Rückblick viertes Quartal: Trump und positive Konjunktursignale

Die Konjunkturüberraschungen in den USA, der Eurozone und China drehten bereits Anfang Oktober ins Positive. Die hohen Zinssenkungserwartungen des Marktes wurden in der Folge korrigiert, die Anleiherenditen stiegen. Gold legte, unterstützt durch stetige Zuflüsse, weiter zu. Ansonsten drehte sich erwartungsgemäß vieles um die US-Wahlen. Die Wahrscheinlichkeit eines Siegs von Donald Trump stieg im Verlauf des Oktobers und hinterließ, gefolgt von seinem Erdrutschsieg, Spuren an den Märkten. Der US-Dollar und US-Aktien, insbesondere Nebenwerte, legten deutlich zu. Steigende Renditen belasteten Staatsanleihen, Aktien aus dem Rest der Welt stagnierten. Unternehmensanleihen, besonders Hochzinsanleihen, waren weiter die Top-Performer unter den Anleihen, und sowohl Öl als auch Industriemetalle legten deutlich zu.

Positiver Wirtschaftsausblick – aber mit vielfältigen Risiken

Weltweit sinkende Zentralbankzinsen, eine Disinflation und weitere fiskalische Impulse in den USA und China dürften die Konjunktur im Jahr 2025 stützen. Die Volkswirte sind sich weitgehend einig, dass die Weltwirtschaft 2025 ähnlich stark wachsen wird wie 2024. Die Konsenserwartung ist, dass die US-Wirtschaft aufgrund der sich abkühlenden Binnennachfrage und der Arbeitsmarktbedingungen an Dynamik verlieren wird, während Europa für eine leichte Erholung positioniert ist (obere Grafik S. 5). Das Bild unserer Ökonomen ist ähnlich. Das Risiko einer harten Landung der US-Wirtschaft ist im Vergleich zu vor einem Jahr deutlich gesunken. Der bestehende Fed-Put, die Fed könnte im Notfall die Zinsen noch stärker senken, wurde durch einen Trump-Put ergänzt. Beide unterstützen den vorherrschenden Marktoptimismus.

Neben der US-Politik dürften die Entwicklung der Inflation und der US-Staatsverschuldung zu den wichtigsten Themen im Jahr 2025 gehören und unterliegen einer hohen Unsicherheit. Im Hinblick auf die US-Inflation könnten Deregulierung, niedrigere Energiepreise, ein stärkerer US-Dollar sowie die Freisetzung von Arbeitskräften im öffentlichen Dienst dem inflationären Effekt von Zöllen und geringerer Zuwanderung entgegenwirken. Hier gilt es abzuwarten und die Situation zu beobachten, zumal die Ausgangslage für Trump ungleich schwieriger ist als 2016, als die Wirtschaft nahe der Deflation, Aktien moderat bewertet, die Gewinnmargen der Unternehmen niedrig, die Steuerbelastung hoch und das Haushaltsdefizit gering waren. Im Jahr 2024 ist die Wirtschaft stark, das Defizit liegt bei rund 7 % des BIP, die Gewinnmargen sind hoch, die Steuerbelastung ist niedriger und die Bewertung der US-Aktien liegt nahe an historischen Höchstständen. Trumps damalige Maßnahmen – Zölle, Steuersenkungen und Einwanderungsbeschränkungen – dürften heute weniger wirken und größere Risiken bergen. Der weitere Zinspfad und die Fed-Politik sind daher mit hoher Unsicherheit behaftet. Dies dürfte zu einer höheren Volatilität an den Finanzmärkten führen. Deutlich steigende Anleiherenditen stellen ein Hauptrisiko für hoch bewertete (US-)Aktien und Unternehmensanleihen dar, insbesondere wenn die Inflation wieder anziehen würde und sich die Fed in der zweiten Jahreshälfte zu einer Straffung gezwungen sähe – ähnlich wie 2018.

Renditepotenzial dürfte 2025 begrenzter sein

Für eine Fortsetzung des seit Oktober 2022 andauernden Aktienbullens sprechen die positiven Konjunkturaussichten, eine Zunahme der Unternehmensübernahmen und eine mögliche

US-Dollar und US-Aktien profitierten im vierten Quartal vom Wahlsieg Trumps; europäische und EM-Aktien litten wie auch Staatsanleihen

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q4 (in %, in EUR)	12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw. ¹
		09.12.23 09.12.24	09.12.22 09.12.23	09.12.21 09.12.22	09.12.20 09.12.21	09.12.19 09.12.20		
Gold	YTD (31.12.23-09.12.24) Q4TD (30.09.24-09.12.24)	35,2 35,7	9,4 16,7	8,4 -8,3	3,2 37,8	15,3 9,3	13,8	14,0
S&P 500		21,4	16,6	-8,1	17,2	1,8	9,2	20,4
DAX		19,0	0,3	-13,6	8,5	11,8	4,6	17,2
MSCI EM		13,7	3,5	-9,5	6,8	-2,9	2,0	8,5
EM-Staatsanleihen		12,0	10,5	4,3	23,2	-4,3	8,7	16,6
Stoxx Europa 50		8,7	7,4	41,5	79,4	-38,4	12,8	39,7
Brent		6,9	-2,0	-5,3	4,8	-1,5	0,5	7,0
US-Staatsanleihen		7,3	3,8	-12,7	-0,6	2,8	-0,1	4,0
Euro-Unternehmensanleihen		2,0	-2,1	7,1	7,0	-8,4	0,9	7,4
USD/EUR		3,8	3,1	-0,2	-0,6	-0,5	1,1	0,1
Euro-Übernachteinlage		4,9	1,4	-10,0	-1,0	2,0	-0,7	3,9
Euro-Staatsanleihen								

Zeitraum: 09.12.2019-09.12.2024
Quelle: Bloomberg * CAGR = annualisierte Rendite (in %, in EUR); Std.-Abw. = annualisierte Standardabweichung (in %, in EUR).

Umschichtung von Anlegergeldern aus kurzfristigen Zinsanlagen (siehe unten). Historisch gesehen dauern Bullenmärkte im Durchschnitt sechs Jahre. Eine Wiederholung der sehr guten Performance und niedrigen Volatilität der letzten zwei Jahre erscheint jedoch unwahrscheinlich. Die Konsensusprognose für das US-Gewinnwachstum 2025 liegt im zweistelligen Prozentbereich, und dies trotz eines Rückgangs des nominalen Wachstums und bereits rekordhoher Gewinnmargen. Viel Optimismus ist bereits eingepreist, und die Positionierung der Anleger ist bereits ausgeprägt, sodass das Aufwärtspotenzial insbesondere für US-Aktien begrenzter erscheint als zuletzt. Auch historisch gesehen war das dritte Jahr des Bullenmarktes in den USA mit einer Rendite des S&P 500 i.H. von 6 % eher schwach. Für europäische Aktien sind die Risiken und die Risikoprämien hoch, sodass die Entwicklung stark vom makroökonomischen und politischen Umfeld abhängt. Anleihen dürften nur moderat zulegen, während Gold aufgrund der gestiegenen Unsicherheit und der Zentralbankkäufe unterstützt bleibt.

2025: Marktunterstützung durch Reallokation aus Geldmarktfonds

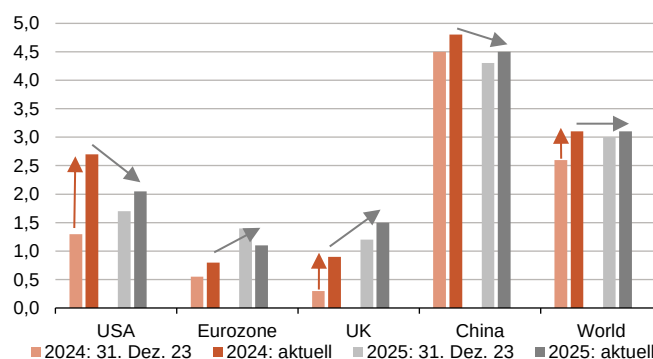
Im Jahr 2024 „parkten“ die Anleger erneut viel Geld in kurzfristigen Zinsanlagen wie Geldmarktfonds oder Termingeldern. Auch wenn sie vermehrt auf Aktien und Anleihen setzten, verzeichneten Geldmarktfonds sowohl absolut als auch relativ zu ihrem Gesamtvermögen weiterhin die höchsten Zuflüsse. Die Bestände der US-Geldmarktfonds stiegen in den letzten 12 Monaten um 900 Mrd. US-Dollar auf 6,8 Bill. US-Dollar. Für die Anleger hat sich diese Strategie bisher nicht ausgezahlt – über die letzten 12 Monate haben allen anderen Anlageklassen besser abgeschnitten (Tabelle S. 4). Mit den Zinssenkungen wird die Wiederanlage nun immer unattraktiver. Bei einer robusten Konjunktur dürften sich die Anleger verstärkt anderen Anlagen zuwenden. In der Vergangenheit kam es bei Geldmarktfonds etwa 6-12 Monate nach den ersten Zinssenkungen zu Mittelabflüssen (siehe Grafik unten).

Anspruchsvollere Märkte spätestens nach Trumps Vereidigung

In das neue Jahr hinein dürften Aktien nicht zuletzt durch die positive Saisonalität gestützt bleiben. Allerdings drohen mit der Umsetzung der Trump-Politik zumindest temporäre Belastungen (mittlere Grafik). Zudem haben sich an den Märkten gewisse Erwartungen an eine Entspannung der geopolitischen Lage gebildet, die enttäuscht werden könnten. Die zuletzt wieder verschlechterten finanziellen Rahmenbedingungen in den USA (stärkerer US-Dollar, höhere Anleiherenditen) könnten zu einem Gegenwind für die US-Konjunktur werden und US-Konjunkturüberraschungen im ersten Quartal wieder ins Negative drehen.

2024: besser als erwartet. 2025: USA schwächer, Europa stärker

Reale BIP-Wachstumserwartungen des Konsenses der Volkswirte für 2024 und 2025 vor einem Jahr und aktuell

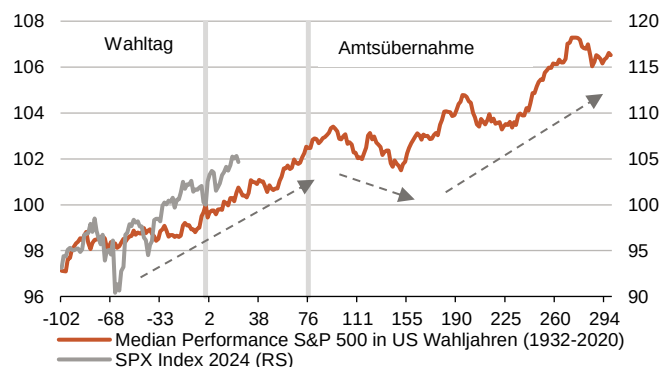


Zeitraum: 31.12.2023-09.12.2024

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Aktienrallye ohne Rückschläge erscheint für 2025 unwahrscheinlich

Nach der Amtsübernahme durch einen neuen US-Präsidenten kommt es häufig zu einer Verschnaufpause an den Aktienmärkten.

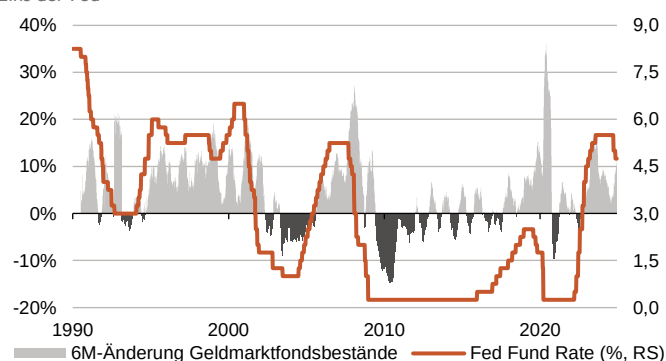


Zeitraum: 01.01.1932-09.12.2024

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Geldmarktfondsabflüsse starten ca. 12 Monate nach Zinssenkung

6M-Veränderungen von Geldmarktfondsbeständen (%) im Vergleich mit dem Leitzins der Fed



Zeitraum: 01.01.1990-09.12.2024

Quelle: ICI Investment Company Institute, Bloomberg, eigene Berechnungen



USA HÄNGEN DIE EUROZONE WIRTSCHAFTLICH WEITER AB

AUF DEN PUNKT

- USA: Trump ist zurück.
- Europa: Deutschland bremst die Eurozone.
- Inflation: Die letzten Meter sind die schwersten.
- Geldpolitik: Lockerung kommt zum Ende.

USA: Trump ist zurück

Die US-Konjunktur zeigt sich weiterhin sehr robust und verliert kaum an Schwung. Das BIP-Wachstum betrug im dritten Quartal annualisiert 2,8 % und lag damit erneut deutlich über dem Trendwachstum von rund 2,0 %. Getragen wurde die Konjunktur von einem weiterhin soliden privaten Konsum, den Exporten und den Staatsausgaben. Der Anfang 2024 noch deutlich überhitzte Arbeitsmarkt kühlte sich im Jahresverlauf zwar merklich ab, ein Einbruch war jedoch nicht zu verzeichnen. Die Arbeitslosenquote ist zuletzt sogar wieder gesunken und liegt mit knapp über 4 % auf einem im historischen Vergleich immer noch niedrigen Niveau. Derzeit sieht es also nach einer sehr weichen Landung für die US-Wirtschaft aus. Der wiedergewählte US-Präsident Donald Trump könnte im kommenden Jahr durch Steuersenkungen und Deregulierungen sogar noch weitere Wachstumsimpulse freisetzen. Sollte er allerdings hohe Zölle auf Einfuhren aus China und anderen Ländern einführen, würde dies die Preise in den USA in die Höhe treiben und die Inflation anheizen. Belastend für die US-Konjunktur würde sich zudem auswirken, dass die betroffenen Länder mit hoher Wahrscheinlichkeit mit Gegenmaßnahmen auf die US-Zölle

reagieren würden. Trump plant darüber hinaus, die Einwanderungspolitik deutlich zu verschärfen. Ökonomisch gesehen würde dies den bereits in vielen Bereichen spürbaren Mangel an Arbeitskräften noch verschärfen. Dies würde die Inflation zusätzlich antreiben und das US-Wachstumspotenzial mittelfristig verringern. Insgesamt erwarten wir daher für die kommenden Jahre einen gewissen konjunkturellen Schub für die USA durch die Rückkehr Donald Trumps mit BIP-Wachstumsraten oberhalb der 2-Prozent-Marke. Mittel- bis langfristig dürfte das Trendwachstum in den USA jedoch unter den geplanten Maßnahmen leiden.

Politische Unsicherheiten in Deutschland und Frankreich

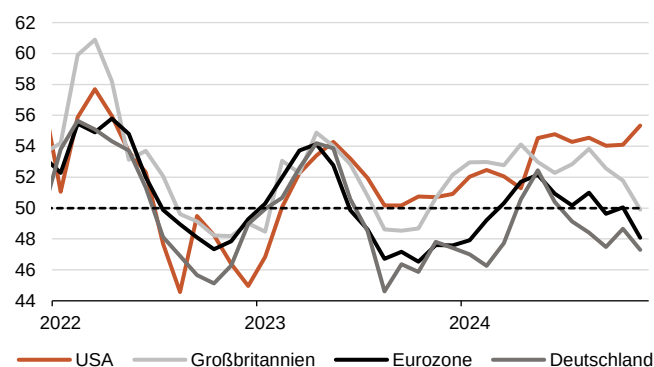
Die Wirtschaft der Eurozone konnte im dritten Quartal mit 0,4 % gegenüber dem Vorquartal überraschend stark zulegen. Das Wachstum fiel erneut sehr ungleichmäßig aus. Während in Spanien die Zuwachsraten bei 0,8 % lag, konnte die deutsche Wirtschaft nur um 0,1 % zulegen. Für das Jahresende deuten die konjunkturellen Frühindikatoren für die Eurozone auf eine nachlassende Wachstumsdynamik hin. Besonders schlecht ist die Stimmung in den beiden größten Volkswirtschaften der Eurozone, Frankreich und Deutschland. In beiden Ländern dämpft die politische Unsicherheit die konjunkturelle Entwicklung. Während in Frankreich die Zukunft nach dem Sturz der Regierung weit offen ist, ist in Deutschland die Ampelkoalition zerbrochen und es stehen Neuwahlen am 23. Februar an.

Neuwahlen in Deutschland eröffnen Wachstumschancen

So richtig in Schwung kommen kann der Euroraum erst, wenn auch das größte Mitgliedsland wieder auf den Wachstumspfad

Konjunkturindikatoren in den USA deutlich stärker als in Europa

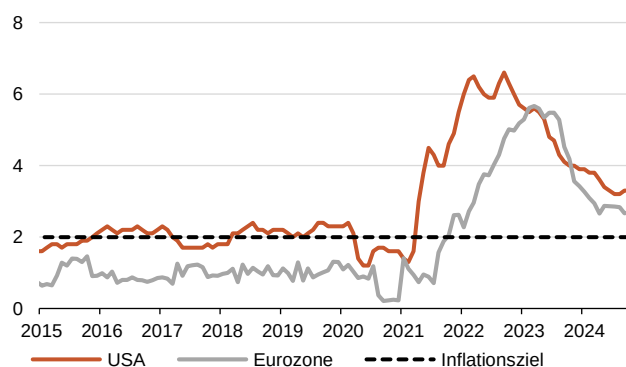
Einkaufsmanagerindizes, Gesamtindex in Indexpunkten
Wachstumsschwelle=50 Punkte



Zeitraum: 01.2022-11.2024
Monatsdaten. Quelle: S&P Global

Kerninflation bewegte sich zuletzt seitwärts

Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahreszeitraum in %



Zeitraum: 01.2015-11.2024
Monatsdaten, Kerninflation. USA: CPI-U, Eurozone: HVP, Quellen: BLS, Eurostat

zurückkehrt. Die deutsche Wirtschaft tritt seit nunmehr drei Jahren praktisch auf der Stelle. Die Gründe dafür 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 auch der Arbeitskräftemangel und die überbordende Bürokratie aus. Auch die Tatsache, dass die Ampelkoalition zuletzt mehr gestritten als notwendige Reformen umgesetzt hat, hat die deutsche Wirtschaft in den letzten Quartalen gelähmt. Die Neuwahlen am 23. Februar 2025 bieten daher auch die Chance, die politische Unsicherheit zu beenden und überfällige Reformen anzugehen. Derzeit deutet vieles auf eine Neuauflage der Großen Koalition hin. In den Koalitionsverhandlungen könnte die SPD der CDU möglicherweise eine Reform der Schuldenbremse abringen, um Spielraum für dringend benötigte öffentliche Investitionen und zusätzliche Verteidigungsausgaben zu schaffen. Im Gegenzug müsste die SPD dann Zugeständnisse bei den Wirtschafts- und Sozialreformen machen. Insgesamt könnte ein Paket geschnürt werden, das der deutschen Konjunktur etwas Rückenwind gibt.

Verhalten positiver Ausblick für Deutschland und die Eurozone

Für eine Belebung der Euro-Konjunktur im kommenden Jahr sprechen neben einer Erholung der deutschen Wirtschaft noch weitere Faktoren. Positiv dürfte sich die steigende Kaufkraft der Verbraucher auswirken, da die Löhne seit geraumer Zeit stärker steigen als die Preise. Zudem werden die konjunkturstützenden Maßnahmen in China und die Wachstumsimpulse durch Trump in den USA die Auslandsnachfrage beleben. Auch die jüngste

Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar wird sich positiv auf die Exporte auswirken. Darüber hinaus trägt auch das Zinsniveau, das in den kommenden Monaten weiter sinken dürfte und damit Investitionen für Unternehmen wieder attraktiver macht, zu dem verhalten positiven Ausblick bei. Ein Waffenstillstand in der Ukraine würde die Stimmung zusätzlich aufhellen. Die größte Gefahr für die Konjunktur im Euroraum geht hingegen von möglichen US-Zöllen aus.

Für die Zentralbanken sind die letzten Meter die schwierigsten

Der deutliche Rückgang der Inflationsraten hat es der Fed und der EZB ermöglicht, in diesem Jahr mit Leitzinssenkungen zu beginnen. Bei der Bekämpfung der Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel haben sie jedoch zuletzt auf beiden Seiten des Atlantiks kaum Fortschritte erzielt. Die EZB wird daher die Konjunktur in der Eurozone lediglich mit kleinen Zinssenkungen in Höhe von 25 Basispunkten stützen. Wir rechnen mit drei weiteren Schritten und sehen den Einlagesatz Ende Q2 2025 bei 2,25 %. In den USA hingegen hat die Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus die Lage für die Fed deutlich verkompliziert. Denn Trumps Pläne, die Fiskalpolitik lockerer zu gestalten, umfangreiche Zölle zu erheben und die Einwanderung stark einzuschränken, würden im Falle der Umsetzung inflationstreibend wirken. Dies dürfte die Fed dazu zwingen, die Leitzinsen vorsichtiger und in geringerem Umfang zu senken, als wir bisher erwartet haben. Wir rechnen daher nur noch mit einer Leitzinssenkung der Fed, sodass die Leitzinsspanne dann bei 4,25 % bis 4,50 % verbleiben 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	2,8	2,7	2,4	2,1	2,2	2,0	3,0	2,9	2,9	2,4	2,6	2,5
Eurozone	0,7	0,8	1,0	1,1	1,5	1,2	2,4	2,4	2,0	2,0	2,2	2,0
Deutschland	-0,2	-0,1	0,3	0,6	1,2	1,2	2,5	2,4	2,1	2,1	2,1	1,9
Frankreich	1,1	1,1	0,5	0,8	1,0	1,2	2,3	2,3	1,8	1,7	2,1	1,8
Italien	0,5	0,5	0,8	0,8	1,2	1,0	1,1	1,1	1,8	1,7	2,1	1,8
Spanien	3,1	3,0	2,3	2,2	2,3	1,8	2,8	2,8	2,1	2,1	2,3	2,0
Großbritannien	0,9	0,9	1,4	1,5	1,5	1,5	2,5	2,5	2,8	2,4	2,6	2,1
Japan	-0,2	-0,2	1,1	1,2	1,0	0,9	2,6	2,6	2,1	2,1	1,7	1,8
China	4,7	4,8	4,5	4,5	4,3	4,2	0,3	0,4	0,8	1,0	1,4	1,5
Welt*	2,6	-	2,6	-	2,7	-	-	-	-	-	-	-

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.
 ** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 12.12.2024.



2025 MIT WENIGER AUFWIND, ABER GESUNDER MARKTBREITE

AUF DEN PUNKT

- US-Aktien haben sich im Jahr 2024 deutlich besser als alle anderen Aktien entwickelt. 2025 dürfte sich diese klare Divergenz aus verschiedenen Gründen nicht wiederholen.
- 2025 dürfte im Zeichen einer zunehmenden M&A-Aktivität stehen. Europäische Nebenwerte dürften als Ziele wegen des schwachen Euros und der günstigen Bewertung gelten. Die Marktbreite dürfte 2025 entsprechend gesund sein, im Einklang mit einer robusten Weltkonjunktur. Das Aufwärtspotenzial für globale Aktien dürfte jedoch begrenzt sein.

US-Aktien mit klarer Outperformance im vierten Quartal

Unsere Entscheidung, US-Aktien im Vorfeld und unmittelbar nach den US-Wahlen zu erhöhen, hat sich ausgezahlt. Mit Donald Trumps Wahlsieg hat auch der Markt seine „America First“-Politik gespielt. Für in US-Aktien investierte Euro-Investoren war das doppelt profitabel. Nicht nur US-Aktien legten kräftig zu, sondern auch der US-Dollar. US Small Caps legten bisher in Q4 um mehr als 13 % in Euro zu. Europäische und asiatische Aktien entwickelten sich im selben Zeitraum hingegen volatil seitwärts. Der Performanceunterschied zwischen US- und europäischen Aktien beträgt dieses Jahr mehr als 23 %, ein Höchstwert in diesem Jahrtausend.

Weniger regionale Performance-Divergenz im Jahr 2025

Mit dem Durchmarsch Donald Trumps bei den US-Wahlen spricht vieles auch weiterhin für US-Aktien. Schließlich möchte

sich der neue US-Präsident für niedrigere Steuern, Deregulierung und eine „America First“-Politik (inkl. Importzölle) zur Stärkung der heimischen Wirtschaft einsetzen. Zudem sieht er den Aktienmarkt als gutes Barometer für seine politischen Erfolge, wie wir aus seiner ersten Amtszeit wissen. Es gibt also eine Art Trump-Put ähnlich dem Fed-Put. Den Präsidenten und die Zentralbank einen das Interesse an einem robusten S&P 500. Schließlich gehen mit einem steigenden Aktienmarkt eine bessere Unternehmens- und Konsumentenstimmung sowie höhere Steuereinnahmen einher. Dies gepaart mit der großen Innovationskraft von US-Unternehmen in Zukunftstechnologien wie der KI spricht klar für US-Aktien. Wir erwarten jedoch, dass die Divergenz zwischen US- und europäischen Aktien im Jahr 2025 deutlich abnehmen dürfte, aus mehreren Gründen. Der Konsensus der Volkswirte erwartet zwar, dass die US-Wirtschaft immer noch stärker als die Eurozone wächst, jedoch auch, dass sich der Wachstumsvorsprung von ca. 2Pp im realen BIP dieses Jahr auf ca. 1Pp nächstes Jahr halbiert. Ähnlich sehen das die Analysten bei den Gewinnerschätzungen für 2025. Für die USA werden knapp 15 %, für die Eurozone knapp 9 % erwartet. Das erwartete Gewinnwachstum für 2024 liegt hingegen bei ca. 10 % für die USA und nur ca. 1 % für die Eurozone. Für europäische Aktien gibt es neben dem drohenden Handelskrieg mit der Schwäche Chinas, der hiesigen Konjunkturfalte, den höheren Energiepreisen und dem Krieg in der Ukraine viele Stolpersteine bzw. Risiken. Allerdings sind diese anhand hoher Risikoprämien in den Kursen bereits reflektiert. Aktuell handelt Europa auf KGV-Basis mit einem rekordhohen Bewertungsabschlag von ca. 40 % gegenüber US-Aktien. Gegeben der rekordhohen

US-Aktien haben in diesem Jahrtausend noch nie so stark outperformt wie im Jahr 2024

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q4 2024 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.23-09.12.24)		09.12.23	09.12.22	09.12.21	09.12.20	09.12.19			
	■ Q4 24 (30.09.24-09.12.24)		09.12.24	09.12.23	09.12.22	09.12.21	09.12.20			
S&P 500		34,6	35,7	16,7	-8,3	37,8	9,3	5,1	1,3	22,5
MSCI USA Small Caps		24,6	30,1	5,7	-8,6	29,5	7,5	1,8	1,7	20,6
DAX		21,5	21,4	16,6	-8,1	17,2	1,8	1,7	2,7	13,8
MSCI EM Asien		20,8	23,1	-1,9	-14,5	6,3	21,2	1,7	2,4	12,9
Stoxx Europa Zyklisch		17,9	20,7	15,2	-8,9	25,2	0,8			
MSCI Großbritannien		16,9	18,8	4,7	8,0	22,9	-14,1	1,8	3,9	11,8
MSCI Japan		15,2	17,2	12,0	-11,2	13,1	2,2	1,4	2,3	15,2
Euro Stoxx 50		13,0	13,0	17,7	-3,9	21,6	-1,9	2,0	3,2	13,9
Stoxx Europa 50		11,2	12,0	10,5	4,3	23,2	-4,3	2,4	3,4	14,3
Stoxx Europa Defensiv		9,4	9,8	7,0	5,0	18,4	-4,1			
Stoxx Europa Small 200		7,0	11,1	5,4	-20,1	24,5	3,3	1,5	3,7	13,1
MSCI EM Lateinamerika		-16,8	-12,8	20,2	18,2	1,4	-19,2	1,5	6,2	8,5

Zeitraum: 09.12.2019-09.12.2024

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

Gewinnmargen sowie der aktuellen KGV-Bewertungen von US-Aktien ist die Ausgangslage schwieriger als unter Trump vor acht Jahren. In US-Aktienfonds- und -ETFs sind seit Beginn dieser Dekade ca. 1,1 Billionen USD geflossen. Der Rest der Welt hat in derselben Zeitspanne weniger als 250 Mrd USD an Zuflüssen registriert. Die extreme Positionierung und Bewertung sind also anfällig für positive Überraschungen aus Europa bzw. negative aus den USA. Ein nahendes Kriegsende in der Ukraine und im Nahen Osten könnte eine positive Überraschung sein. Zudem dürften die vorteilhaften Finanzbedingungen (schwacher Euro vs. starker US-Dollar, eine ausgeweitete Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa) europäische Unternehmen relativ unterstützen.

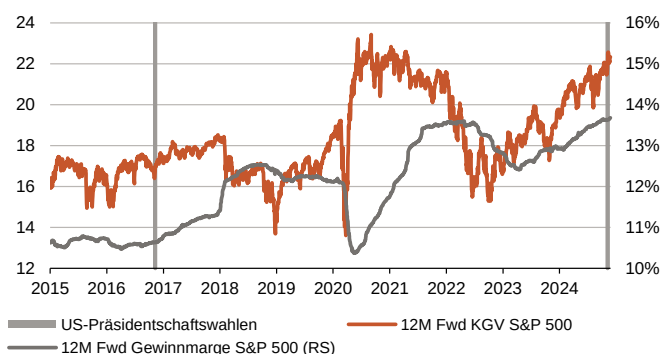
Gesunde Marktbreite 2025 – auch dank verstärkter M&A Aktivität

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

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

US-Aktien mit deutlich höheren Erwartungen unter Trump 2.0

KGW-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate von US-Aktien sowie die entsprechende Gewinnmargenerwartung



Zeitraum: 01.01.2015-09.12.2024
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

KI als Wachstumstreiber

Bei unseren Gesprächen mit Unternehmen haben im vergangenen Quartal besonders die Themen KI, Zinsen und der mögliche Handelskrieg dominiert. In der Halbleiterindustrie trennt sich gerade die Spreu vom Weizen. Der breite Sektor leidet unter einer sequenziellen Abschwächung in China und nur KI-Profitoren wie Marvell und TSMC zeigen sich neben Nvidia stark. Investoren rotierten daher in den letzten Wochen verstärkt in Softwareunternehmen – auch weil diese bei potenziellen Handelsstreitigkeiten weniger betroffen wären und sie sich für 2025 weiteres Wachstum durch KI-Applikationen versprechen. Auch der Ausbau der Datenzentren beschleunigt sich durch die KI, und der Energieverbrauch steigt nach Jahrzehnten der Stagnation in den USA und Europa erstmal wieder an. Andererseits hat die Angst vor einem Handelskrieg und dadurch potenziell stärker fallenden Zinsen in Europa die Kurse der Banken unter Druck gesetzt, wohingegen Börsenbetreiber von der zuletzt gestiegenen Volatilität an den Märkten profitieren konnten. Die Aussicht auf weitere Zinssenkungen hat bisher noch nicht zu einer Verbesserung der Auftragslage in der Baubranche beigetragen. Auf der Konsumseite setzten sich die negativen Trends mit wenigen Ausnahmen sequenziell fort, und besonders die Automobilindustrie hat aktuell zu kämpfen.

Matthias Born, CIO Aktien

Prognoseübersicht: Moderates Aufwärtspotenzial für 2025

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

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	09.12.2024	30.06.2025	31.12.2025	In 12 Monaten
S&P 500	6.053	6.200	6.500	6.601
DAX	20.346	21.000	22.000	22.293
Euro Stoxx 50	4.985	5.100	5.300	5.613
MSCI UK	2.382	2.450	2.600	2.728
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	2,4	7,4	9,1
DAX	-	3,2	8,1	11,7
Euro Stoxx 50	-	2,3	6,3	12,6
MSCI UK	-	2,9	9,2	14,0

* Durchschnitt, Konsensus Bottom-up per 09.12.2024.
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



ANLEIHEN: WER GEWINNEN WILL, MUSS WAGEN

AUF DEN PUNKT

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

Anleihemärkte zwischen Politik und Wirtschaft

Politik prägte das Schlussquartal des abgelaufenen Jahres: Zusätzlich zum anhaltenden russischen Krieg gegen die Ukraine und den Auseinandersetzungen im Nahen Osten verkomplizierten die US-amerikanischen Wahlen und der „Red Sweep“ sowie der Bruch der deutschen Regierungskoalition die Lage. Die Folgen dieser Entwicklungen werden die Anleihemärkte auch im neuen Jahr nicht unberührt lassen. Was ist für das Jahr 2025 für die einzelnen Segmente der festverzinslichen Anlageklasse zu erwarten?

Sichere Staatsanleihen mit verhaltenem Ausblick

Für uns wenig überraschend folgte dem starken dritten Quartal ein schwächeres viertes – diesseits wie jenseits des Atlantiks stiegen die Renditen. Das somit für sichere Staatsanleihen alles in allem durchwachsene Jahr 2024 könnte einen Vorgeschmack auf 2025 geben, da wir auch für die kommenden zwölf Monate mit keiner wesentlichen Unterstützung durch die Renditeentwicklung rechnen. Zwar ermöglicht die gesunkene Inflation den Zentralbanken,

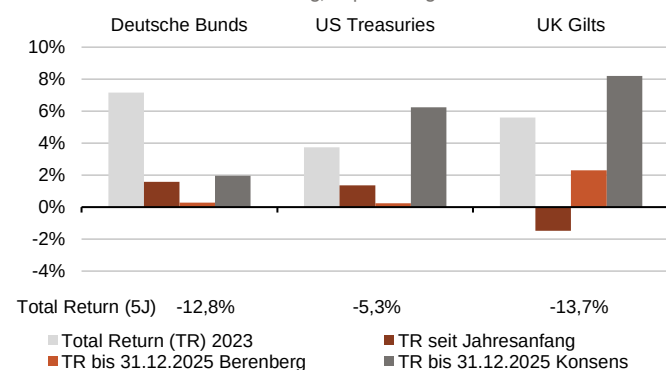
ihren jeweils eingeläuteten Zinssenkungspfad fortzusetzen (Abb. unten rechts), doch wird die monetäre Lockerung nicht so stark ausfallen, wie dies noch vor wenigen Monaten erwartet worden war. In den USA wurde der Zinssenkungsoptimismus stark ausgebremst, da der dortige Regierungswechsel mit höheren Zöllen, strengerer Einwanderungspolitik, zunehmendem Preisdruck und steigendem Haushaltsdefizit einhergehen dürfte. Aber auch in Europa wird die Inflation nicht auf das Niveau von vor der Pandemie zurückkehren, womit kein Raum für sinkende Renditen besteht, sofern es nicht zu einem konjunkturellen Einbruch oder einer weiteren Eskalation (geo-)politischer Konflikte kommt. Vor diesem Hintergrund halten wir sichere Staatsanleihen allerhöchstens als Beimischung zu Absicherungszwecken für interessant.

Unternehmensanleihen: Der Blickwinkel ist entscheidend

Unternehmensanleihen waren der Hauptprofiteur des Jahres 2024 – je höher das Kreditrisiko, desto besser die Performance. Die in weiten Teilen Europas und der USA besser als zunächst erwartete wirtschaftliche Entwicklung sowie anhaltende Mittelzuflüsse sorgten für einen Nachfrageschub. Nach der starken Entwicklung sind die Risikoaufschläge im Investmentgrade-Segment allerdings allenfalls noch als fair, im Hochzins-Bereich sogar als zunehmend unattraktiv einzustufen. Beim Blick auf die Renditen zeigt sich jedoch ein anderes Bild und eine im historischen Vergleich faire, in Teilen sogar attraktive Bewertung. Dies gilt insbesondere gegenüber dem Negativ- und Niedrigzinsumfeld der Jahre 2014 bis Mitte 2022 (Abb. nächste Seite unten links). Die Kombination beider Sichtweisen sowie die expansivere Geldpolitik und erwartete stabile Konjunktur stimmen uns für das Segment der Unternehmens-

Sichere Staatsanleihen bieten nur bescheidene Aussichten

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



Zeitraum: 11.12.2019-11.12.2024

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

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

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

	12.12.2024	30.06.2025		31.12.2025	
	Aktuell				
USA					
Leitzins	4,50-4,75	4,25-4,50	4,00	4,25-4,50	3,70
10J US-Rendite	4,30	4,70	4,15	4,90	4,10
Eurozone					
Leitzins	3,15	2,40	2,35	2,40	2,20
10J Bund-Rendite	2,20	2,30	2,25	2,50	2,30
Großbritannien					
Leitzins	4,75	4,25	4,10	4,25	3,65
10J Gilts-Rendite	4,36	4,60	4,06	4,70	3,91

* Durchschnitt, Konsens per 12.12.2024.

Quelle: Bloomberg

anleihen insgesamt verhalten positiv. Allerdings dürfte es keine weitere Spread-Einengung im Jahr 2025 geben, sodass das Aufwärtspotenzial wohl durch die laufende Rendite gedeckelt ist. Eine immer wahrscheinlicher werdende Marktkorrektur könnte das leicht eingetrübte Bild gleichwohl wieder aufhellen und Chancen auf bessere Bewertungsniveaus eröffnen.

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

Der Wahlsieg Donald Trumps hat zuletzt klar die Anlegerstimmung bei Schwellenländeranleihen bestimmt, sowohl für Lokal- als auch für Hartwährungsanleihen. Dies dürfte auch im ersten Quartal 2025 so bleiben. Eine restriktive Zoll- und Migrationspolitik sowie eine unvorhersehbare US-Außenpolitik stehen für die Schwellenländer bereits jetzt klar im Fokus. Ist man dann innerhalb der Anlageklasse „Schwellenländer“ nirgendwo sicher? Die klare Antwort lautet: Doch! Innerhalb der Schwellenländer gibt es sehr wohl Emittenten, die aufgrund von Fiskalreformen und der erfolgreichen Umsetzung wirtschaftspolitischer Auflagen des Internationalen Währungsfonds sowie durch die Stärkung der institutionellen Unabhängigkeit von Fiskal- und Geldpolitik das Anlegervertrauen zurückgewinnen konnten. Diese positiven „Recovery Stories“ haben sich aufgrund ihres idiosynkratischen Charakters besser entwickelt als der breite Schwellenländermarkt. Dies gilt sowohl für Hartwährungs- als auch für Lokalwährungsanleihen. Dieser Trend sollte sich auch im ersten Quartal 2025 fortsetzen. Unter die sogenannten „Recovery Stories“ fallen insbesondere die Türkei, Ägypten, Argentinien, Serbien und Indien. Ein gleichgewichteter Korb aus diesen Ländern hat im Jahr 2024 im Vergleich zu einem breiten Lokalwährungsindex eine signifikant höhere

Wertentwicklung verbuchen können (Abb. unten rechts). Gute Möglichkeiten für positive Ertragschancen sehen wir aufgrund hoher Realrenditen, stabiler Fundamentalkriterien, gemäßigter Währungsrisiken gegenüber dem Euro und einer niedrigen Korrelation gegenüber anderen Assetklassen daher insbesondere im Lokalwährungssegment.

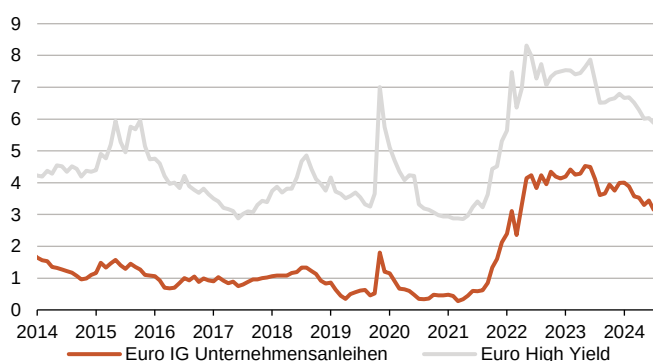
Fazit: Unsere Favoriten für 2025 bleiben unverändert

Nach einem schwächeren Schlussquartal 2024 dürften sichere Staatsanleihen auch 2025 keine spürbare Aufwärtsbewegung erfahren. Lediglich im Fall eines (in unserem Hauptszenario nicht erwarteten) konjunkturellen Einbruchs oder einer Eskalation geopolitischer Risiken sollten sie sich als Absicherungsinstrument bewähren, darüber hinaus bieten sie jedoch keine besonders attraktiven Ausichten. Euro-Unternehmensanleihen sind differenziert zu betrachten: Hinsichtlich ihrer Risikoaufschläge sind sie zwar anspruchsvoll bewertet, doch mit Blick auf ihre Renditeniveaus ergeben sich noch immer interessante Möglichkeiten. Zudem werden sie durch die anhaltenden Zinssenkungen der großen Zentralbanken unterstützt. Unter den Schwellenländern setzen wir auf sich erholende Volkswirtschaften, die bereits im abgelaufenen Jahr ihr Potenzial unter Beweis gestellt haben und dies auch weiterhin tun sollten. Dabei richten wir den Blick vor allem auf das Lokalwährungssegment. Alles in allem gilt für das Jahr 2025: Wer mit Anleihen Geld verdienen möchte, kommt um das Eingehen des einen oder anderen Risikos nicht herum.

Martin Mayer, Senior Portfolio Manager Multi Asset
Felix Stern, Senior Portfoliomanager Fixed Income Euro
Wei Lon Sung, Senior Portfoliomanager Fixed Income Emerging Markets

Unternehmensanleihen: Renditeniveaus unverändert attraktiv

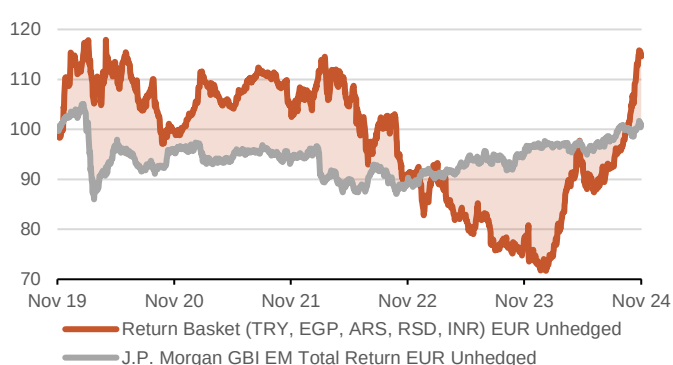
Renditen von Euro-Unternehmensanleihen, seitdem die Europäische Zentralbank den Einlagesatz im Juni 2014 erstmals in den negativen Bereich senkte.



Zeitraum: 31.12.2013-30.11.2024. Quelle: ICE, eigene Darstellung. IG = Investmentgrade.

Schwellenländeranleihen: Länderselektion zahlt sich weiterhin aus

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



Zeitraum: 29.11.2019-29.11.2024. Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. EM = Emerging Markets.



LANGFRISTIG GLÄNZT NICHT NUR GOLD

Rohöl ohne geopolitische Eskalation weiter seitwärts

Rohöl blieb im vierten Quartal in einer volatilen Seitwärtsspanne gefangen. Neue Impulse seitens der OPEC+, die die Fördermenge bereits seit einigen Monaten künstlich knapphält, gab es nicht: Anfang Dezember verschob das Kartell die geplanten Produktionssteigerungen erneut um drei Monate auf April. Während der Wahlsieg Donald Trumps kaum Einfluss hatte, ließen neu angekündigte Stimulierungsmaßnahmen Chinas und geopolitische Entwicklungen den Ölpreis volatil seitwärts schwanken. Ein deutlicher Preisanstieg bleibt ohne ein starkes Nachfragewachstum in China oder eine geopolitische Eskalation unwahrscheinlich, da das Angebot reichlich und die Nachfrageaussichten schwach sind. Aber auch ein starker Preisverfall ist unwahrscheinlich. Die Risiken sind bekannt und bieten wenig negatives Überraschungspotenzial. Trumps „Drill, Baby, Drill“-Politik dürfte zudem aufgrund des Fokus der Ölkonzerne auf Gewinnausschüttungen statt Produktionsausbau nur begrenzt umsetzbar sein. Der Ölpreis dürfte daher vorerst volatil seitwärts tendieren.

Gold nach Konsolidierung mit weiterem Potenzial

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

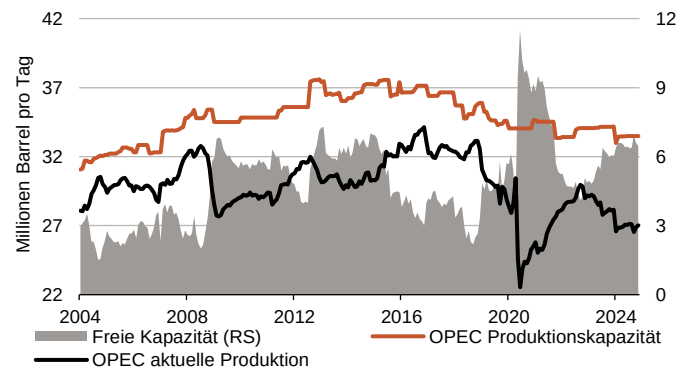
Strukturelle Treiber stützen Industriemetalle langfristig

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

Philina Kuhzarani, Multi Asset Strategy & Research

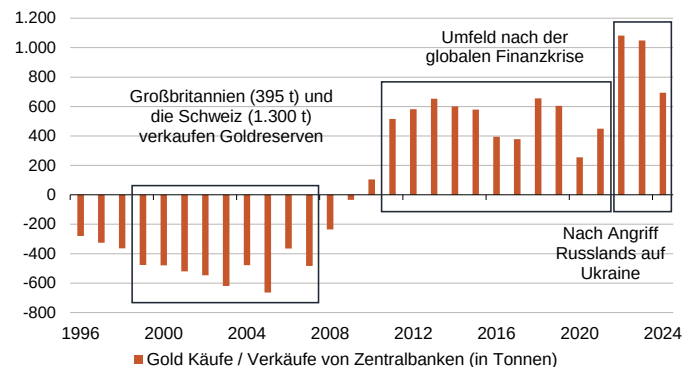
Hohe Kapazitäten der OPEC+ begrenzen das Kurspotenzial von Rohöl

Freie Kapazitäten der OPEC über 20 Jahre, in Millionen Barrel pro Tag



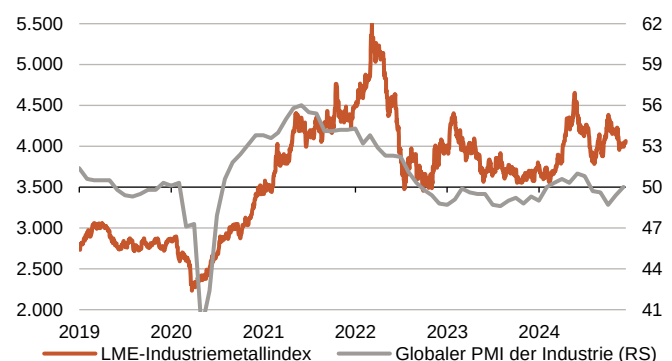
Gold unterstützt durch Käufe der Zentralbanken

Bereits 2022 und 2023 entsprachen die Zentralbankkäufe rund 25-30% der jährlichen weltweiten Goldförderung



Konjunktureller Aufschwung dürfte Aussichten für Metalle stärken

LME-Industriemetallindex gegenüber dem globalen Einkaufsmanagerindex der Industrie



POLITIK LÖST NOTENBANKEN ALS WECHSELKURSTREIBER AB

Derzeit spricht einiges für den US-Dollar

Zuletzt haben dem US-Dollar einige Faktoren Rückenwind verliehen. Eine weitere Eskalationsspirale im Aggressionskrieg gegen die Ukraine und der sich fortsetzende Nahostkonflikt ließen die Nachfrage nach dem Greenback in seiner Funktion als sicherer Hafen steigen. Zudem fielen die US-Konjunkturdaten in den letzten Monaten erneut überraschend stark aus, während die Daten aus der Eurozone eher enttäuschten. Hinzu kommt, dass der wiedergewählte US-Präsident Donald Trump die bereits jetzt schon sehr robuste US-Konjunktur durch Steuersenkungen und Deregulierung weiter ankurbeln will. Außerdem werden die von Trump angekündigten Importzölle und eine strengere Einwanderungspolitik inflationstreibend wirken. Für die Fed ergibt sich daraus das Bild eines stärkeren Wachstums bei gleichzeitig höherer Inflation. Dies dürfte dazu führen, dass die Fed die Leitzinsen weniger stark senken wird, als dies sonst der Fall gewesen wäre. Höhere Zinsen bedeuten wiederum, dass mehr Kapital in die USA fließt, was den Greenback stützt. Alle genannten Faktoren scheinen aber bereits im Euro-Dollar-Wechselkurs eingepreist zu sein. Sollten die geopolitischen Spannungen etwas abflauen, die konjunkturelle Dynamik in den USA nachlassen oder die Eurozone etwas an Schwung gewinnen, dürfte der US-Dollar etwas von seiner Stärke einbüßen.

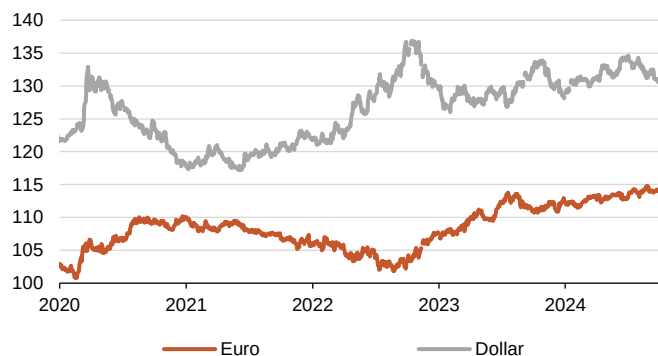
Trump's erste konkrete Zolldrohungen gegen Mexiko, Kanada und China zeigen, dass die Wechselkurse hier sehr schnell reagieren. Insbesondere für Schwellenländer besteht hier im kommenden Jahr die Gefahr, dass die heimische Währung gegenüber dem Dollar abwertet, sobald eine Volkswirtschaft in den Zollfokus von Trump gerät.

Die geopolitischen Unsicherheiten haben in den vergangenen Monaten auch zu einer großen Nachfrage nach dem Schweizer Franken geführt. Die damit verbundene Aufwertung stellt die Schweizerische Nationalbank (SNB) jedoch vor Herausforderungen, denn der starke Franken verbilligt die Importe, was zusammen mit den sinkenden Energiepreisen dazu führt, dass die Schweiz in eine Deflation abzugleiten droht. Im Oktober sank die Inflationsrate erneut und erreichte mit 0,6% gegenüber dem Vorjahr, den tiefsten Stand seit Juli 2021. Die SNB versuchte im Dezember mit einer Zinssenkung um 50 Basispunkte gegenzusteuern. Da der Leitzins jetzt aber bei 0,5% liegt, ist der weitere Spielraum jedoch begrenzt. Direkte Wechselkursinterventionen der Notenbank werden daher wahrscheinlicher. Wir erwarten, dass die SNB versuchen wird, den Euro-Franken-Kurs im kommenden Jahr bei etwa 0,95 zu stabilisieren.

Dr. Felix Schmidt, Leitender Volkswirt

Trump verleiht dem Dollar Flügel

Nominale effektive Währungskurse

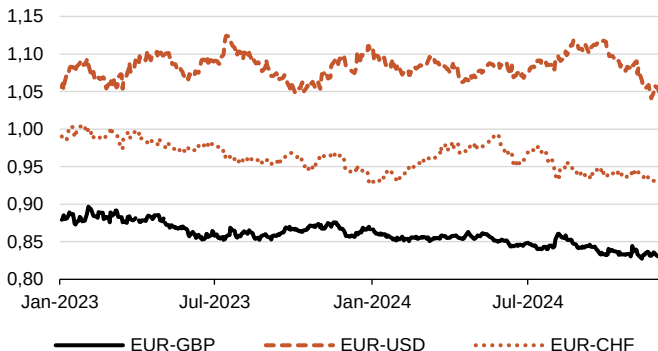


Zeitraum: 01.01.2020-09.12.2024

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

USD und CHF als sichere Häfen gefragt

Euro-Wechselkurse



Zeitraum: 01.01.2023-09.12.2024

Quelle: FT

Wechselkursprognosen

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

	12.12.2024	30.06.2025	31.12.2025
Wechselkursprognose	Aktuell	Ø*	Ø*
EUR/USD	1,05	1,06	1,05
EUR/GBP	0,82	0,84	0,82
EUR/CHF	0,93	0,94	0,94
EUR/JPY	160	154	155
Veränderung zum Euro (in %)			
USD	-	-0,9	0,0
GBP	-	-2,4	0,0
CHF	-	-1,1	-1,1
JPY	-	3,9	3,2

* Durchschnitt, Konsens per 12.12.2024

Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT VINCENT KALMES

Herr Kalmes, Sie arbeiten als Luxemburger bei Berenberg in Frankfurt. Wie kam es dazu? Und was macht Ihnen besonders Spaß an Ihrer Arbeit?

Als gebürtiger Luxemburger habe ich meine berufliche Laufbahn nach Stationen in Frankreich und England bei einer Privatbank in Luxemburg begonnen. Während der lehrreichen Zeit als Wertpapierhändler wurde mir klar, dass ich mich mehr auf die Analyse von Wertpapieren konzentrieren will. Auf der Suche nach neuen, internationalen Herausforderungen stieß ich auf eine Position bei Berenberg, die mit meinen beruflichen Zielen und Interessen übereinstimmte. So trat ich 2020 dem Team in Frankfurt bei und begann meine Tätigkeit im Bereich der Anlageberatung.

In meiner täglichen Arbeit schätze ich vor allem die vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten und den Austausch mit Experten über alle Anlageklassen hinweg. Außerdem faszinieren mich die komplexen Zusammenhänge der Finanzmärkte, die es für unsere Kunden zu entschlüsseln gilt.

Sie sind Leiter des Multi Asset Internal Advisory Teams. Was können wir uns darunter vorstellen? Wie sieht Ihr Arbeitsalltag aus?

In unserem Team sind wir für die Wertpapierselektion in der Anlageberatung zuständig. Dabei begleiten wir den gesamten Prozess der Wertpapierempfehlung – von der ersten Idee bis zur detaillierten Ausarbeitung.

Unser Arbeitsalltag beginnt mit der täglichen Markt- und Produktbesprechung für die Berenberg-Vertriebseinheiten. Aus diesem Austausch gewinnen wir wertvolle Erkenntnisse und Impulse für den weiteren Tagesverlauf. Da das Team auf die Standorte Frankfurt und Hamburg verteilt ist, setzen wir auf ein tägliches Teammeeting, um die Zusammenarbeit zu stärken, Aufgaben effizient zu koordinieren und schnell auf neue Marktentwicklungen zu reagieren. Je nach Marktlage stehen die Analyse und Entwicklung neuer Ideen, das Monitoring laufender Empfehlungen oder die Kommentierung von Quartalszahlen und kursbewegenden Nachrichten im Fokus. Auch die Beantwortung spezifischer Kundenanfragen zu den Empfehlungen sowie regulatorische und technische Anfragen gehören zu unseren Aufgaben.

Für welche Kunden ist die Anlageberatung geeignet?

Die Anlageberatung richtet sich an Kunden, die aktiv an der Gestaltung ihres Portfolios mitwirken möchten und regelmäßigen Austausch mit ihrem Berater suchen. Diese Kunden sollten ein starkes Interesse daran haben, sich über Märkte und Anlageideen zu informieren und ihre Anlagestrategie kontinuierlich zu



hinterfragen. Ebenso wichtig ist die Bereitschaft, innerhalb eines angemessenen Zeitrahmens fundierte Entscheidungen zu treffen, um auf Veränderungen der Marktlage flexibel reagieren zu können.

Unsere Kundenberater nehmen die von unserem Team formulierten Empfehlungen mit in den fortlaufenden Dialog, um unseren Kunden neue Anlagemöglichkeiten aufzuzeigen. Dieser Austausch stellt sicher, dass die empfohlenen Anlagen optimal auf die spezifische Lebenssituation und die individuellen Ziele unserer Kunden abgestimmt sind. Die Bedürfnisse und Anliegen unserer Kunden, die uns von den Beratern widergespiegelt werden, sind für die Gestaltung der Anlageberatung von entscheidender Bedeutung.

Welche Anlageklassen decken Sie dabei ab?

Obwohl unser Fokus auf Aktien liegt, ist es wichtig, einen ausgewogenen Portfolioansatz zu verfolgen. Wir empfehlen unseren Kunden ein diversifiziertes Portfolio, das über verschiedene Anlageklassen hinweg gestreut ist. Neben der Aktienselektion spielen Fondslösungen und Zertifikate eine zentrale Rolle, da sie sich besonders für thematische und taktische Anlagen eignen, um von Trends zu profitieren. Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die sorgfältige Analyse und Auswahl der Anleiheemittenten, um stabile Renditen zu gewährleisten. Als optimale Portfoliobeimischung empfehlen wir gezielte Rohstoffinvestments. Dieser ganzheitliche Ansatz ermöglicht es unseren Kunden, nicht nur von den Chancen der Aktienmärkte zu profitieren, sondern auch die Volatilität zu reduzieren und eine nachhaltige Wertentwicklung zu erzielen.



Das klingt nach einem weiten Themengebiet. Wie bewältigen Sie dies mit Ihrem kompakten Team?

Wir sind ein eingespieltes Team, das einen regelmäßigen Austausch pflegt und strukturiert vorgeht. Darüber hinaus sind viele unserer Aufgaben, wie zum Beispiel die Überprüfung von veränderten Kennzahlen unseres Beratungsuniversums, teilweise oder vollständig automatisiert. Dadurch können wir uns verstärkt auf die qualitative Analyse der Märkte und Anlagen konzentrieren und gleichzeitig die hohen regulatorischen Anforderungen erfüllen.

Ein wesentlicher Aspekt unserer Arbeit ist der kontinuierliche Austausch mit zahlreichen Teams, insbesondere aus unserem Wealth and Asset Management, denn nur so ist es möglich, ein so breites Spektrum an Anlageklassen und Themen zu bearbeiten.

Mit welchen Teams bei Berenberg arbeiten Sie konkret zusammen?

Wir tauschen uns regelmäßig mit dem Multi Asset Strategy & Research Team zur Asset Allokation und zu taktischen Investmentideen aus. Darüber hinaus arbeiten wir intensiv mit dem Portfoliomanagement und der Fondsselektion zusammen.

Gleichzeitig pflegen wir eine enge Zusammenarbeit mit dem Professional Client Advisory Team, das als Sparringpartner für die aktive Anlageberatung professioneller Kunden fungiert. Unser Team nimmt dabei eine zentrale Schnittstellenfunktion zwischen den Anlageexperten und den Kundenberatern bei uns im Hause ein. So profitieren unsere Kunden nicht nur von der Expertise der Berenberg Investment Plattform, sondern auch von einem schnellen und effektiven Wissensaustausch. Insbesondere die Dynamik und die kurzen Entscheidungswege bei Berenberg ermöglichen es, Ideen schnell zu entwickeln und in Empfehlungen zu übersetzen.

Die Marktlage kann sich jederzeit schnell ändern. Wie gehen Sie in der Anlageberatung mit solchen Schwankungen um?

In unserer Anlagestrategie verfolgen wir einen langfristigen Ansatz mit einem durchschnittlichen Anlagehorizont von drei bis fünf Jahren. Diese Perspektive bildet die Grundlage unserer Empfehlungen und ermöglicht es uns, kurzfristige Marktschwankungen und Volatilitäten zu überbrücken. Dabei setzen wir auf eine gezielte Diversifikation sowohl auf sektoraler als auch auf regionaler Ebene, um unsere Empfehlungen möglichst stabil zu gestalten.

Trotz dieser langfristigen Ausrichtung sind wir uns bewusst, dass es immer wieder Marktereignisse gibt, die zu unvorhersehbaren Schwankungen führen können – seien es geopolitische Krisen, wirtschaftliche Verwerfungen oder andere unvorhersehbare

Entwicklungen. In solchen Phasen gilt es, einen kühlen Kopf zu bewahren.

Gemeinsam mit dem Multi Asset Strategy & Research Team erarbeiten wir in solchen Situationen eine Kommunikation für unsere Kunden, analysieren die Auswirkungen auf unsere bestehenden Empfehlungen und identifizieren mögliche taktische Opportunitäten.

KURZVITA

Vincent Kalmes, CFA, ist seit 2020 für Berenberg tätig. Ende 2023 übernahm er die Leitung des neu aufgestellten Multi Asset Internal Advisory Teams, das für die Wertpapierselektion in der Anlageberatung verantwortlich ist. Zuvor sammelte er wertvolle Erfahrungen in Luxemburg bei der Privatbank Banque de Luxembourg, wo er im Handel tätig war. Vincent Kalmes hält einen Bachelor der Universität Aix-Marseille und Master of Science in Investment & Finance der Queen Mary University of London sowie in Real Estate Investment der Cass Business School.



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie

AUTOREN

Matthias Born | Leiter Portfoliomanagement All Cap Equities
verantwortet die Anlagestrategie für Aktien des Asset Managements mit dem Fokus auf die Einzeltitelselektion in europäischen Aktien

Philina Kuhzarani | 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. Felix Schmidt | Leitender Volkswirt
analysiert wirtschaftliche - insbesondere makroökonomische - Entwicklungen

Felix Stern | Senior Portfoliomanager Fixed Income Euro
verantwortet die Anlagestrategie für Euro-Anleihen und managt die Fonds Berenberg Euro Target 2028 und Berenberg Euro Bonds

Wei Lon Sung | Senior Portfoliomanager Fixed Income Emerging Markets
verantwortet die Anlagestrategien für EM-Anleihen und managt 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 Kapitalmarktkommunikation

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. Bei 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: 13. Dezember 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