



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

KONJUNKTURERHOLUNG

Konjunktur und Gewinne überraschen nach oben, die Wachstumserwartungen steigen für beide. Dies ist positiv für risikobehaftete Anlagen. Allerdings preisen die Aktienmärkte bereits sehr günstige Aussichten ein, kaum aber das Risiko einer Wachstumsverlangsamung oder einer hartnäckigeren Inflation.

ROHSTOFF-RALLYE

Anzeichen einer Konjunkturerholung in China und Europa sowie die strukturelle Nachfrage aufgrund der Energiewende haben Industriemetalle im zweiten Quartal an die Spitze der Performance-Rangliste katapultiert. Gold hält mit und liegt auch vor Aktien. Rohstoffe und Rohstoffunternehmen bleiben attraktiv.

POLITISCHER SOMMER

Geopolitische Risiken, Neuwahlen in Frankreich und Trumps polarisierende Aussagen dürften für Volatilität sorgen und könnten insbesondere Europa belasten. Die Wahrscheinlichkeit eines Rücksetzers an den Aktienmärkten bis zu den US-Wahlen ist zuletzt deutlich gestiegen.

Q3 | 2024



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen und Leser,
nach der sehr guten Entwicklung im ersten Quartal zeigten Aktien im zweiten Quartal etwas weniger Dynamik, obwohl sich die Konjunkturaussichten in Europa und China verbessert haben und die Erwartungen für die Gewinne in den Jahren 2024 und 2025 gestiegen sind. Neben der Unsicherheit durch die Neuwahlen in Frankreich liegt dies daran, dass sich nicht nur die Konjunktur verbessert, sondern auch die Inflation bisher hartnäckiger blieb. Die Zinssenkungserwartungen wurden reduziert. Die Anleiherenditen sind gestiegen. Risikoreichere Anleihe-segmente profitierten aber von sinkenden Kreditrisikoprämien. Regional entwickelten sich Aktien aus asiatischen Schwellenländern, Großbritannien und den USA am besten. In Europa profitierten Nebenwerte von der verbesserten Konjunktur und einer ersten Zinssenkung der EZB. In den USA blieb die Marktbreite hingegen gering. Die eigentlichen Gewinner waren Industriemetalle, Silber und Gold.

Was ist für das zweite Halbjahr 2024 zu erwarten? Die verbesserten Konjunktur- und Gewinnwachstumsaussichten sind positiv für risikoreichere Anlagen, insbesondere für Aktien. Allerdings preisen diese insgesamt bereits sehr gute Aussichten und kaum Risiken ein. Die Chancen liegen also eher unter der Oberfläche – fundamental z.B. in Europa, wäre da nicht das Risiko der Wahlen in Frankreich und den USA – sowie bei Nebenwerten oder Rohstoffaktien. Wie die Aktienmärkte preisen auch die sicheren Staatsanleihen das Risiko einer hartnäckigeren Inflation kaum ein. Für beide Märkte bleibt daher eine unerwartet hohe Inflation ein Hauptrisiko. Eine stärkere Konjunkturdynamik ist daher nicht uneingeschränkt positiv, da sie die Inflation wieder anheizen könnte, zumal viele disinflationäre Basiseffekte weitgehend ausgelaufen sein dürften. An den Märkten sind derzeit immer wieder negative Reaktionen auf solide Konjunkturdaten zu beobachten – „good news is bad news“ und umgekehrt. Die Inflationsentwicklung dürfte eines der bestimmenden Themen des Sommers bleiben, mit wichtigen Implikationen für die Asset Allokation und die Korrelation zwischen Aktien und sicheren Staatsanleihen. Das zweite Hauptrisiko ist eine deutliche Wachstumsverlangsamung, welche

negativ für Aktien, Rohstoffe und Hochzinsanleihen wäre. Weitere wichtige Themen des Sommers dürften die französischen Neuwahlen und der Wahlkampf im Vorfeld der US-Wahlen sein. Zum einen steht die Handlungsfähigkeit Europas auf dem Spiel. Zum anderen könnte Trump mit Handelskriegsdrohungen Stimmung gegen Europa (und China) machen. Beides könnte den US-Dollar und US-Aktien trotz deren Überbewertung weiter stützen.

Wir verfolgen eine moderat konstruktive Portfoliopositionierung mit Schwerpunkten in Rohstoffen, Unternehmensanleihen und Nebenwerten bei einer neutralen Aktienquote. Eine offensivere Positionierung erscheint uns angesichts der optimistischen Anlegerstimmung und -positionierung, der ambitionierten Bewertung insbesondere von US-Aktien und der weiterhin hohen Risiken (Inflation, US-Konjunktur, Wahlen, Geopolitik) nicht angebracht.

Im Insights-Interview ab Seite 14 gibt Dennis Nacken einen Einblick, wie Single Family Offices, die das Vermögen von Unternehmerfamilien und sehr vermögenden Privatpersonen verwalten, arbeiten und investieren, und was andere vermögende Anleger davon lernen können. Viel Spaß bei der Lektüre!

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Erhöhte Unsicherheit = Seitwärts über den Sommer	
Volkswirtschaft	Seite 6
Wachstum und Zinsen normalisieren sich	
Aktien	Seite 8
Antizyklisches Handeln präferiert	
Anleihen	Seite 10
Fokus bleibt auf risikoreicheren Anleihe-segmenten	
Rohstoffe	Seite 12
Nicht nur Gold glänzt	
Währungen	Seite 13
Gegenläufige Kräfte beim Euro-Dollar-Kurs	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Dennis Nacken	
Impressum	Seite 16



ERHÖHTE UNSICHERHEIT = SEITWÄRTS ÜBER DEN SOMMER

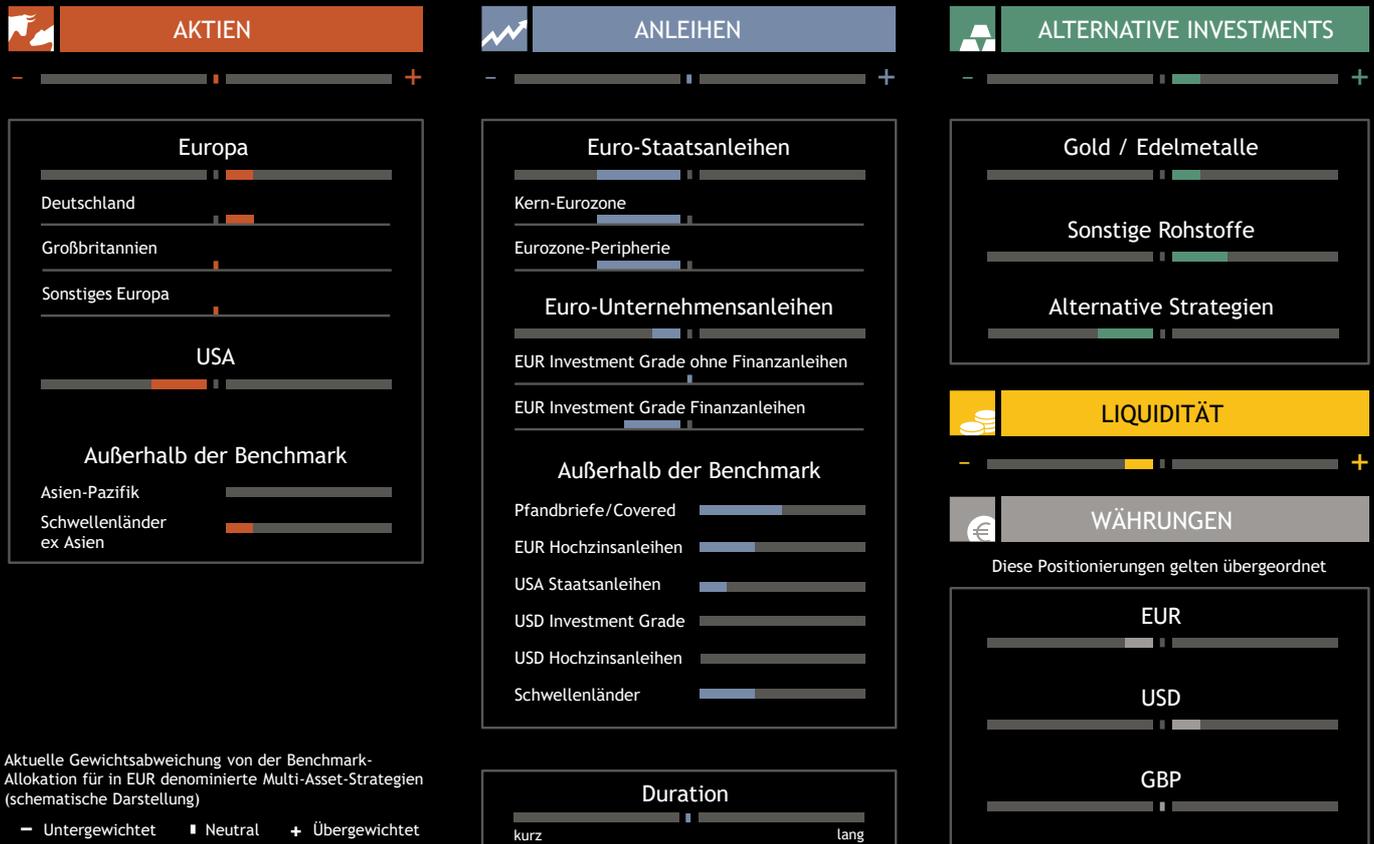
AUF DEN PUNKT

- Eine globale Konjunkturerholung ist wahrscheinlicher geworden. Europa und Asien gewinnen an Schwung, und die USA bleiben robust. Die Gewinnerwartungen steigen.
- Neben den strukturellen Gründen für eine mittelfristig höhere Inflation nehmen mit dem besseren Wachstum auch die Risiken einer hartnäckigeren oder höheren Inflation zu. Weder Aktien noch Anleihen haben dies eingepreist.
- Sentiment und Positionierung machen die Märkte anfällig für Korrekturen. Aktien und Staatsanleihen dürften bis zu den US-Wahlen volatil seitwärts tendieren. Wir bevorzugen risikoreichere Anleihesegmente, Rohstoffe, Rohstoffunternehmen und europäische Aktien, insbesondere Nebenwerte.

Portfoliositionierung auf einen Blick

Nach der starken Entwicklung im ersten Quartal sind wir bei Aktien vorsichtiger in das zweite Quartal gestartet. Den Rücksetzer

im April nutzten wir, um die Aktienquote leicht zu erhöhen. Die verbesserten Konjunktur- und Gewinnaussichten sind positiv für risikobehaftete Anlagen. Mit einer Aktiengewichtung nahe neutral, bei einer offensiveren Titelselektion (Nebenwerte, Rohstoffaktien), einer Übergewichtung in Rohstoffen sowie einer Fokussierung bei Anleihen auf Credit/High-Yield und Schwellenländer anstelle sicherer Staatsanleihen sind wir entsprechend positioniert. Eine noch offensivere Positionierung ist angesichts der jüngsten negativen US-Konjunkturüberraschungen, der optimistischen Anlegerstimmung und -positionierung, der ambitionierten Bewertung insbesondere von US-Aktien und der weiterhin erhöhten Unsicherheit (Inflation, Wahlen, Geopolitik) nicht angebracht. Sichere Staatsanleihen bieten zwar attraktive Realrenditen, die bei einer Wachstumsschwäche helfen sollten. Wie die Aktienmärkte sind Anleihen jedoch anfällig für eine beständigere Inflation, da die Breakeven-Inflationsraten erstaunlich niedrig sind. Wir bevorzugen daher weiterhin kurze bis mittlere Laufzeiten und vermeiden eine im Vergleich zur Benchmark lange Duration. Rohstoffe, insbesondere Gold und Industriemetalle, bleiben ein Schwerpunkt.



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

- Untergewichtet ■ Neutral + Übergewichtet

Zweites Quartal: Europa und Asien rücken in den Fokus

Im zweiten Quartal hellte sich das Konjunkturbild in Europa und Asien auf, während die US-Konjunktur zwar robust blieb, aber schwächer ausfiel, als nach dem starken ersten Quartal erwartet wurde. Dies spiegelten zunächst auch die Märkte wider. Der US-Dollar verlor etwas an Wert. US-Aktien konnten kaum zulegen. Europäische Aktien und Aktien aus Schwellenländern entwickelten sich besser. Nach der Ankündigung von Neuwahlen in Frankreich im Juni drehte sich das Bild jedoch, sodass der US-Dollar und US-Aktien letztlich wieder die Nase vorn hatten. Die konjunkturelle Aufhellung in Europa und Asien stützte Industriemetalle, die im zweiten Quartal um mehr als 10 % zulegten. Neben Industriemetallen entwickelte sich Gold im zweiten Quartal am besten und liegt damit auch in der Rangliste seit Jahresbeginn vor Aktien. Steigende Renditen und sinkende Kreditrisikoprämien im Zuge der konjunkturellen Erholung führten zu einer Outperformance risikoreicherer Anleihe segmente und kürzerer Laufzeiten.

Bild einer weltwirtschaftlichen Erholung noch intakt

Die Konsensprognosen für das Weltwirtschaftswachstum 2024 sind im zweiten Quartal weiter gestiegen, zunehmend getrieben von Europa und China (Grafik Seite 5 oben). Der globale Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe liegt seit Februar über der kritischen Marke von 50 und im Mai mit 50,9 auf dem höchsten Stand seit Juni 2022. Die Konsensgewinnerwartungen für 2024 und 2025 haben sich stabilisiert und wurden insbesondere in Europa sogar leicht nach oben revidiert (Grafik Seite 5 Mitte). Eine stärkere Abschwächung des US-Wachstums bleibt ein Hauptrisiko für dieses positive Konjunkturbild und die Märkte.

Inflation bleibt das bestimmende Thema an den Märkten

In der Vergangenheit haben wir immer wieder die strukturellen Gründe für eine mittelfristig höhere Inflation diskutiert. Gelingt die sanfte Landung der US-Konjunktur, macht der positivere Ausblick auf die Weltwirtschaft nun aber auch kurzfristig eine hartnäckigere oder gar wieder steigende Inflation zu einem weiteren Hauptrisiko für die Märkte. Die sogenannten Basiseffekte, also der reine Rückgang der Inflation, weil frühere kräftige Preisschübe aus dem Vorjahresvergleich herausfallen, sind weitgehend ausgelaufen. Dagegen sind chinesische Frachtraten, US-Erdgaspreise und andere Rohstoffpreise deutlich gestiegen, auch die Löhne in Europa. Inflationsdämpfende Effekte durch den Einsatz von KI dürften frühestens in einigen Jahren wirksam werden. Die hartnäckigere Inflation in den USA hat bereits dazu geführt, dass die Zinssenkungen der Fed weiter hinausgezögert werden. Statt der noch im März erwarteten drei Senkungen für dieses Jahr, sind derzeit weniger als zwei eingepreist. Die Anleiherenditen sind weiter gestiegen, 10J-US-Realrenditen auf ca. 2,1 % im Schnitt im zweiten Quartal. Solange die Zinsen jedoch nicht weiter steigen, könnten Zeitpunkt und Ausmaß von Zinssenkungen für die Märkte an Bedeutung verlieren, wenn Europa und China an Schwung gewinnen, die US-Wirtschaft robust bleibt und die Gewinnerwartungen weiter zunehmen. Die unverändert hohe Korrelation zwischen Aktien und sicheren Staatsanleihen ist ein weiteres Indiz dafür, dass die Inflation ein zentrales Thema an den Märkten bleibt. Und die starke Entwicklung der Rohstoffe im April zeigte einmal mehr, dass diese häufig genau dann profitieren, wenn Aktien und Anleihen gleichzeitig unter einer überraschend hohen Inflation leiden.

Positive Konjunktur- und Gewinnüberraschungen beflügelten Rohstoffe und Aktienmärkte und lasteten auf Anleihen

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q2 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.¹
	YTD (31.12.23-17.06.24)	Q2TD (31.03.24-17.06.24)	17.06.23	17.06.22	17.06.21	17.06.20	17.06.19		
S&P 500	19,2	5,2	28,5	16,9	0,4	30,1	9,8	16,6	21,1
Brent	18,5	0,0	25,2	-21,0	107,7	64,2	-33,1	17,7	40,2
Gold	15,6	4,8	20,7	2,2	17,6	-3,0	28,6	12,6	13,7
Stoxx Europa 50	11,7	2,5	14,3	23,2	-3,5	20,9	-0,2	10,4	16,6
MSCI EM	9,5	4,3	9,2	1,1	-14,2	32,0	0,8	4,7	17,0
DAX	7,9	-2,3	10,5	24,6	-16,5	27,0	2,5	8,4	20,4
EM-Staatsanleihen	5,2	1,2	11,1	1,0	-7,3	1,0	2,6	1,5	8,6
USD/EUR	2,8	0,5	1,9	-4,0	13,4	-5,6	-0,2	0,9	7,2
US-Staatsanleihen	2,4	1,1	3,5	-4,7	1,9	-8,4	10,4	0,3	7,0
Euro-Übernachteinlage	1,8	0,8	3,9	1,5	-0,6	-0,5	-0,4	0,8	0,1
Euro-Unternehmensanleihen	0,0	0,4	6,4	0,9	-13,7	3,2	0,7	-0,7	4,0
Euro-Staatsanleihen	-0,2	-0,8	3,4	-1,8	-9,2	0,6	1,1	-1,3	3,8

Zeitraum: 17.06.2019-17.06.2024

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



Anleiherenditen dürften auch bei Zinssenkungen kaum fallen

Wenn die Zentralbanken ihre Zinsen in einer sich bereits erholenden Wirtschaft nur spät und zögerlich senken, dürften die Renditen langfristiger Anleihen kaum fallen. Anleihen preisen wenig Inflationsrisiken ein, und mit strukturell höherer Inflation und steigender Staatsverschuldung dürfte die Renditestrukturkurve mittelfristig wieder steiler werden (Normalisierung des „Term Premium“). Insbesondere in den USA dürften die langfristigen Renditen aufgrund des hohen Haushaltsdefizits und des deshalb hohen Angebots an Treasuries nur bei deutlicher Wachstumsschwäche fallen.

Vorteil Europa? Fundamental ja, aber mit hohen politischen Risiken

Die relative Performance Europas im Vergleich zu den USA ist nach wie vor schwer einzuschätzen. Fundamental spricht einiges für Europa: die attraktivere Bewertung, die frühere Zinssenkung, das anziehende Wirtschaftswachstum, die geringe Positionierung internationaler Anleger und die positiven Mittelzuflüsse im Mai und Anfang Juni. Dies zeigte sich auch darin, dass sich europäische Aktien im zweiten Quartal zunächst besser entwickelten als US-Aktien und die Marktbreite in Europa etwas zugenommen hat. Die französischen Neuwahlen und die US-Wahlen bleiben aber große Risiken, die gegen eine starke Übergewichtung Europas sprechen. Die Handlungsfähigkeit Europas steht auf dem Spiel, und Trump könnte schon im Wahlkampf mit Handelskriegsdrohungen Stimmung machen oder die Unterstützung der Ukraine in Frage stellen.

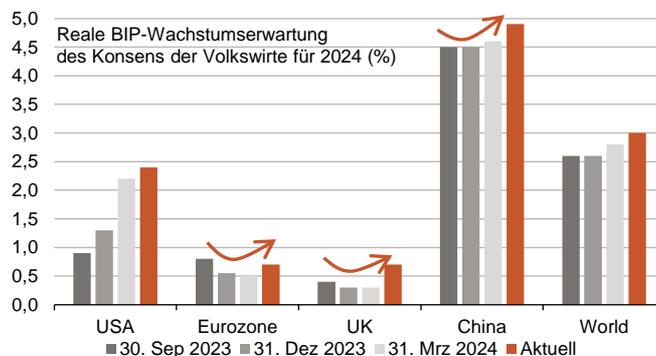
Rückläufige Volatilität, dominierender Optimismus, relativ hohe Positionierungen und vielfältige Risiken für Aktien

Trotz leichter Bewertungseinengung in den letzten Monaten bleibt das Potenzial an den Aktienmärkten begrenzt – nur Aufwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen würden helfen. Die Aktienmärkte preisen weiterhin sehr günstige Konjunktur- und Gewinnaussichten ein, aber kaum das Risiko einer hartnäckigeren Inflation oder eines stagnierenden Wachstums. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass eine weitere starke Bewertungsexpansion insbesondere bei US-Aktien selbst bei Zinssenkungen unwahrscheinlich ist. Zudem hat der Rücksetzer an den Märkten im April nicht zu einer Bereinigung der Positionierung systematischer Anleger geführt. Insbesondere CTAs und Zielvolatilitätsansätze sind hoch positioniert. Die Anlegerstimmung ist optimistisch. Dies macht die Aktienmärkte anfälliger für Rückschläge, und die Unsicherheit (Inflation, US-Konjunktur, Wahlen, Geopolitik) bleibt deutlich erhöht. Dies spricht trotz besserer Konjunktur- und Gewinnaussichten gegen eine sehr offensive Positionierung. Bis zu den US-Wahlen erwarten wir eine volatile Seitwärtsbewegung.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Auch Europa und China nehmen etwas Schwung auf

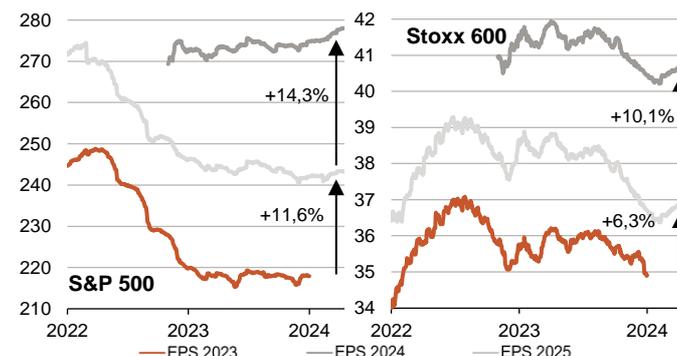
Die Konjunkturaufhellung war im ersten Quartal durch die USA getrieben. Im zweiten zogen nun auch die Wachstumserwartungen für Europa und China an



Zeitraum: 30.09.2023-17.06.2024
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Gewinnerwartungen für 2024 und 2025 ziehen langsam an

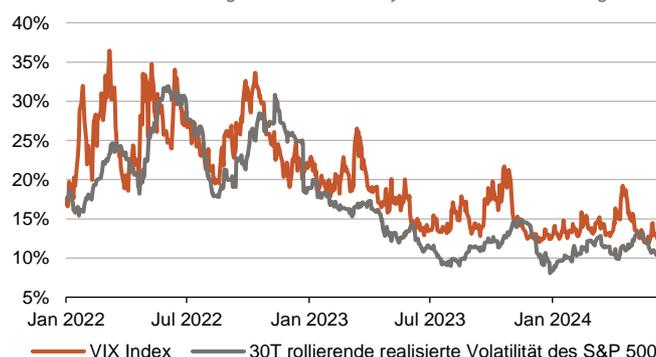
Im Zuge der Berichtssaison für das erste Quartal haben sich die Konsenserwartungen für die Gewinne in den USA und Europa stabilisiert und steigen leicht



Zeitraum: 01.01.2022-17.06.2024
Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Niedrige realisierte Volatilität bei Aktien

Der VIX Index stieg im April bis auf 19 %, fiel Ende Mai dann aber erstmalig seit 2019 auf unter 12 %. Niedrige Volatilität hält Systematiker bei der Stange



Zeitraum: 01.01.2022-17.06.2024
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



WACHSTUM UND ZINSEN NORMALISIEREN SICH

AUF DEN PUNKT

- USA: Konjunktur kühlt sich etwas ab.
- Europa: Zeichen stehen auf Aufschwung.
- Deutschland: Erholung verzögert sich.
- Geldpolitik: EZB beginnt mit der Zinswende, Fed wartet ab.

USA: Konjunktur kühlt sich langsam etwas ab

Zwar scheint sich die US-Konjunktur nach einer sehr starken Phase etwas abzukühlen, von einem Einbruch kann jedoch keine Rede sein. Das BIP-Wachstum verlangsamte sich in den ersten drei Monaten des Jahres deutlich auf 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, wozu allerdings die starken Schwankungen der sehr volatilen Komponenten Nettoausfuhren und Lagerbestände maßgeblich beitrugen. Die Inlandsnachfrage schwächte sich zwar etwas ab, der Zuwachs von 0,5 % gegenüber dem Vorquartal zeigt aber, dass die Grunddynamik der US-Wirtschaft zum Jahresbeginn weiterhin recht robust war.

Dass die Konjunktur trotz der restriktiven Geldpolitik der Fed nur langsam an Schwung verliert, liegt vor allem an der expansiven Fiskalpolitik. Zum einen gibt der Staat weiterhin viel Geld direkt aus, zum anderen fördert er grüne (und einige andere) Investitionen durch steuerliche Anreize. Im Wahljahr 2024 dürfte die Fiskalpolitik expansiv bleiben, die Impulse für die Konjunktur werden aber wahrscheinlich etwas geringer ausfallen als im vergangenen Jahr.

Da das Wachstum sich bisher nur langsam abkühlt und die Inflationsrate zuletzt knapp oberhalb von 3 % seitwärts tendierte, hat

die Fed derzeit keinen Grund, die Zinsen zu senken. Wir erwarten deshalb, dass die Fed erst im Dezember – und damit nach den Wahlen – die Zinswende einleiten wird. Bis zum Herbst 2025 rechnen wir mit insgesamt vier Zinsschritten um jeweils 25 Basispunkte, so dass die Leitzinsspanne dann bei 4,25 % bis 4,50 % notieren wird.

Die Fed wird also einige Monate länger auf der Zinsbremse verweilen, um die Nachfrage und damit den Preisdruck weiter zu dämpfen. Auch wenn die Wirkung der Geldpolitik langsamer als erwartet zu greifen scheint, gehen die hohen Zinsen dennoch nicht wirkungslos an der Realwirtschaft vorbei. Die Daten für das zweite Quartal deuten darauf hin, dass die US-Wirtschaft nach einer Phase der Überhitzung in eine Periode der Normalisierung eingetreten ist. Für das Gesamtjahr 2024 rechnen wir mit einem soliden BIP-Wachstum von immer noch 2,4 %, gefolgt von 1,8 % im Jahr 2025.

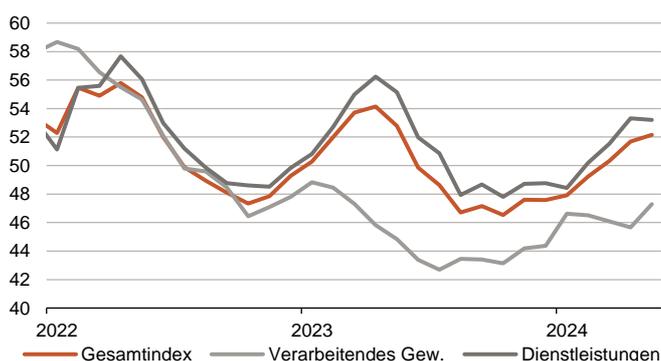
Die Stimmung in der Eurozone hellt sich allmählich auf

Die Wirtschaft der Eurozone kommt nach der Beinahe-Stagnation im Jahr 2023 langsam wieder in Schwung. Das BIP-Wachstum im ersten Quartal überraschte mit 0,3 % im Vorquartalsvergleich positiv, auch wenn der milde Winter dazu beigetragen hatte. Die jüngsten Einkaufsmanagerumfragen wecken die Hoffnung, dass sich der Aufschwung im Sommer festigen könnte. Dazu trägt auch bei, dass die Lagerkorrektur im Euroraum (außer Deutschland), während der das Verarbeitende Gewerbe weniger produzierte als es verkaufte, weitgehend abgeschlossen zu sein scheint.

Auf der Nachfrageseite nimmt die Kaufkraft der Verbraucher dank steigender Löhne bei gleichzeitig rückläufiger Inflation wieder zu. Noch halten sich die europäischen Verbraucher bei ihren

Stimmung in der Eurozone hellt sich auf

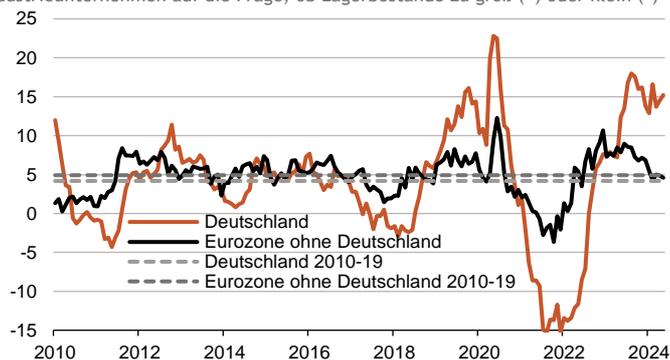
Einkaufsmanagerindizes Euro-Raum, Indexpunkte, Wachstumsschwelle=50 Punkte



Zeitraum: 01.2022-05.2024
Quelle: IHS Markit

Lagerkorrektur in Deutschland noch nicht vorbei

Lagerbestand an Fertigwaren: Saldo der Antworten in Prozentpunkten von Industrieunternehmen auf die Frage, ob Lagerbestände zu groß (+) oder klein (-)



Zeitraum: 01.2010-05.2024
Gestrichnet: Durchschnitt. Quelle: Umfrage der Europäischen Kommission, Eurostat, Berechnungen von Berenberg



Konsumausgaben etwas zurück. Wir gehen aber davon aus, dass sich dies im Sommer ändern und eine anziehende Binnennachfrage gepaart mit einer Erholung der Weltwirtschaft der europäischen Konjunktur Rückenwind verleihen wird. Eine leicht expansive Fiskalpolitik in Südeuropa wirkt zusätzlich stützend, so dass wir nach einem noch etwas schwächeren zweiten Quartal ab dem Sommer einen Zuwachs des BIP von jeweils rund 0,4 % gegenüber dem Vorquartal erwarten. Für 2024 ergibt sich daraus ein Wirtschaftswachstum von 0,8 % für das Gesamtjahr, gefolgt von 1,6 % im kommenden Jahr.

Die Neuwahlen in Frankreich stellen ein Risiko dar. Da Präsident Macron noch weiter als bisher von einer Regierungsmehrheit entfernt sein dürfte, sind weitere Reformfortschritte unwahrscheinlich. Frankreich muss auch seine zu hohen Budgetdefizite reduzieren. Gemessen an den früheren Verlautbarungen der politischen Konkurrenten wäre eine stabile Haushaltsführung schwierig. Allerdings bestehen gute Chancen, dass sich auch die Parteien abseits der Mitte mäßigen, wenn sie tatsächlich Regierungsverantwortung übernehmen müssen.

Aufschwung in Deutschland lässt noch auf sich warten

Die deutsche Wirtschaft konnte im ersten Quartal um 0,2 % im Vergleich zum Vorquartal zulegen. Stützend wirkte sich das milde Winterwetter und der damit verbundene Anstieg der Bauinvestitionen aus. Ohne diesen Sondereffekt hätte das Wachstum nahe der Nulllinie gelegen. Der Aufschwung lässt insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe weiter auf sich warten. Dies liegt auch daran, dass die Lagerkorrektur in Deutschland noch nicht so weit vorangeschritten ist wie im Rest der Eurozone. Unter anderem weil die deutsche Industrie auf stark zyklische Güter ausgerichtet ist und

das globale Verarbeitende Gewerbe nur schleppend an Schwung gewinnt. Aber auch hier rechnen wir im Jahresverlauf mit einer weiteren Erholung. Hinzu kommt auch in Deutschland die steigende Kaufkraft der Verbraucher. Die Reallöhne lagen in Q1 um 3,8 % höher als im Vorquartal, der höchste Anstieg seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 2008. Zwar erwarten wir daher eine Belebung der deutschen Wirtschaft ab dem Sommer, der negative statistische Überhang aus dem Vorjahr und das immer noch schwache erste Halbjahr führen aber zu einer BIP-Wachstumsprognose von lediglich 0,2 % für das Gesamtjahr. Für 2025 rechnen wir dann aber mit einem recht soliden Wachstum in Höhe von 1,4 %.

EZB: Zinswende hat begonnen

Die EZB hat am 6. Juni die Leitzinsen wie erwartet um 25 Bp gesenkt. Konkrete Hinweise zum weiteren Vorgehen gab Lagarde in der anschließenden Pressekonferenz nicht. Die moderaten Aufwärtskorrekturen des BIP-Wachstums für 2024 sowie der Gesamt- und Kerninflation für 2024 und 2025 und die Äußerungen von Präsidentin Lagarde deuten jedoch darauf hin, dass es die EZB mit den Leitzinssenkungen nicht eilig hat. Unserer Meinung nach wird die EZB dieses Jahr nur noch einmal – im September – den Einlagesatz um 25 Bp senken. Zum Jahresende dürfte die Inflation noch einmal anziehen. Zwar sind hierfür Basiseffekte verantwortlich, dennoch rechnen wir damit, dass die EZB dann eine Pause bei den Zinsschritten einlegen wird. Für die erste Hälfte des kommenden Jahres erwarten wir zwei Senkungen um je 25 Bp, bevor die EZB den Einlagesatz bei 3 % konstant hält.

Dr. Felix Schmidt, Leitender Volkswirt
Dr. Salomon Fiedler, Volkswirt

Wachstums- und Inflationsprognosen

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

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.
** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 18.06.2024



ANTIZYKLISCHES HANDELN PRÄFERIERT

AUF DEN PUNKT

- Aktienmärkte dürften bis zu den US-Wahlen volatil seitwärts tendieren. Folglich dürfte ein antizyklisches Handeln Sinn machen.
- Bewertungstechnisch hat Europa Platz nach oben, vor allem wenn sich der Konjunkturaufschwung fortsetzt.
- Unser Fokus liegt auf Megatrend-Gewinnern, europäischen Nebenwerten sowie Rohstoff-Aktien. Taktisch mögen wir zudem defensive Aktien als Beimischung.

Dreigeteilte Performance im zweiten Quartal

Im April belasteten der Liquiditätsentzug durch die US-Steuersaison sowie steigende Zinsen die Märkte. Im Mai überwogen dann die Goldlökchen-Hoffnungen sowie eine positive Berichtssaison. Im Juni litten Eurozonen-Aktien unter der Ankündigung von Neuwahlen in Frankreich. Am positivsten entwickelten sich asiatische Schwellenländer, US Large Caps und britische Aktien in Q2. Dabei halfen robuste Konjunkturdaten und positive Gewinnrevisionen. Die größten Verlierer waren lateinamerikanische Aktien, die unter politischen Störfeuern und Währungsabwertungen litten.

Positive Gewinnrevisionen

Die Q1-Berichtssaison verlief sehr erfreulich. Nicht nur die Gewinnerwartungen der Analysten wurden im Aggregat übertroffen, viele Unternehmen gaben auch einen positiven Ausblick auf das weitere Geschäftsjahr. In der Folge kam es zu breiten, positiven Gewinnrevisionen. Der Konsens erwartet nun für dieses Jahr ein

Gewinnwachstum von 12 % für US-Aktien und von 6 % für europäische Aktien. Angesichts der bereits rekordhohen Gewinnmargen und der jüngsten negativen US-Konjunkturüberraschungen dürften die Abwärtsrisiken insbesondere bei den Schätzungen für US-Aktien überwiegen. Dies gilt umso mehr, als die Preissetzungsmacht vieler Unternehmen mit dem Rückgang der Inflation nachlassen dürfte. Künstliche Intelligenz dürfte unseres Erachtens eher mittel- als kurzfristig zu Produktivitätssteigerungen führen, z.B. über Automatisierungsvorteile und Effizienzsteigerungen.

Bewertungsausweitung vor allem in Europa möglich

Nach der starken Bewertungsexpansion seit November stiegen die Bewertungen auf Indexebene im zweiten Quartal nicht weiter an. Die Aktienindizes stiegen im Einklang mit den höheren Gewinn-schätzungen. US-Aktien bleiben mit einem Forward-KGV von 21 im Vergleich zur eigenen Historie teuer. Für Europa wird dagegen mehr Negatives eingepreist. Der Euro Stoxx 50 notiert mit einem KGV von 13 sogar unter seinem historischen Durchschnitt. Neben den unterschiedlichen (geo-)politischen Risiken gibt es unseres Erachtens drei Gründe für diese Bewertungsdifferenz. Erstens ist die Branchenstruktur in den USA wachstumslastiger im Vergleich zu Europa mit seinem hohen Anteil an Unternehmen aus alten, reifen Industrien. Zweitens finden sich in den USA die weltweit innovativsten Unternehmen (z.B. die sog. Mag 7), für die viele Investoren auch bereit sind, eine Prämie zu zahlen. Drittens gibt es in den USA die größte Unterstützung durch nicht-fundamentale Anleger bzw. Flows (Stichwort Meme-Aktien, ETF-Sparpläne, systematische Strategien). Folglich dürfte es unserer Meinung nach nur zu einer moderaten Bewertungskonvergenz kommen.

Asiatische Schwellenländeraktien lagen im zweiten Quartal vorn, lateinamerikanische Aktien hinten

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q2 2024 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	YTD (31.12.23-17.06.24)	Q2TD (31.03.24-17.06.24)	17.06.23	17.06.22	17.06.21	17.06.20	17.06.19			
S&P 500	19,2	5,2	28,5	16,9	0,4	30,1	9,8	4,5	1,4	21,3
MSCI EM Asien	13,4	7,0	11,4	-0,6	-15,1	32,8	9,0	1,7	2,4	13,3
Stoxx Europa 50	11,7	2,5	14,3	23,2	-3,5	20,9	-0,2	2,4	3,3	14,5
Stoxx Europa Zyklisch	10,3	0,9	19,3	21,2	-14,1	38,1	-4,3			
MSCI Großbritannien	10,1	4,4	12,1	13,1	4,7	23,0	-13,2	1,8	4,0	11,5
Euro Stoxx 50	10,1	-2,4	13,8	31,1	-15,2	30,1	-1,7	1,9	3,3	13,4
Stoxx Europa Defensiv	8,1	2,8	10,3	12,3	3,0	12,0	4,6			
DAX	7,9	-2,3	10,5	24,6	-16,5	27,0	2,5	1,5	3,2	12,3
MSCI Japan	6,8	-5,9	9,4	17,9	-11,2	16,5	7,5	1,4	2,3	15,6
Stoxx Europa Small 200	4,4	0,2	8,7	7,5	-19,5	37,6	0,7	1,4	3,3	12,7
MSCI USA Small Caps	4,1	-3,8	12,3	11,2	-11,3	49,6	-4,4	1,8	2,1	18,3
MSCI EM Lateinamerika	-13,2	-14,6	-6,6	22,7	-1,7	30,0	-26,5	1,4	6,4	8,2

Zeitraum: 17.06.2019-17.06.2024

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



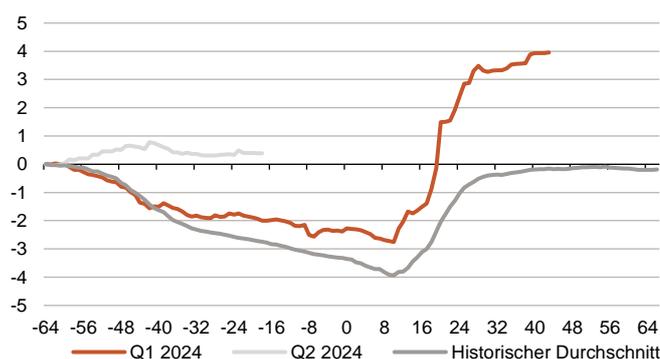
Antizyklisches Handeln über den Sommer bevorzugt

Wir sehen weiterhin Chancen, vor allem unter der Oberfläche. Neben den Megatrend-Gewinnern aus dem Technologiesektor bevorzugen wir europäische Small Caps, die nicht nur günstig bewertet sind, sondern auch von einer zunehmenden M&A-Aktivität und einem besseren Flow-Momentum profitieren dürften. Da wir im Sommer mit einer höheren Volatilität rechnen und die EZB die Zinsen zum ersten Mal gesenkt hat, halten wir auch defensivere Sektoren wie Basiskonsumgüter für taktisch attraktiv. Schließlich mögen wir weiterhin die Rohstoffsektoren, die durch die Energiewende und die jahrelange Unterinvestition strukturell unterstützt bleiben, zumal die Anlegerpositionierung in diesen Sektoren nicht hoch ist. Für die US-Aktienmärkte auf Indexebene sehen wir bis zu den US-Wahlen im November kaum Aufwärtspotenzial, was für ein antizyklisches Agieren über die Sommermonate spricht. Sollten die Märkte weiter steigen, können wir uns gut vorstellen, Aktiengewinne mitzunehmen. Sollten die Märkte hingegen konsolidieren, sehen wir dies eher als Chance für Aufstockungen. Dass die Märkte weiter stark steigen, halten wir für unwahrscheinlich. Die hohe Positionierung und die bereits positive Anlegerstimmung dürften das Aufwärtspotenzial begrenzen. Hinzu kommt, dass viele Anleger nach der starken Performance im bisherigen Jahresverlauf angesichts der politischen Risiken im Vorfeld der US-Wahlen einen Gang zurückschalten dürften, zumal die Liquidität über den Sommer abnehmen wird. Wir warten daher geduldig auf gute Gelegenheiten. Zuletzt haben wir beispielsweise europäische zu Lasten von US-Aktien gekauft, nachdem diese aufgrund der Neuwahlen in Frankreich massiv underperfornt hatten.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

Erwartungen an die Q2-Berichtssaison sind hoch

Verlauf der Bottom-Up S&P 500 Konsens EPS-Schätzungen, x-Achse = Tage ab Quartalsende, y-Achse = EPS Wachstumsrevisionen



Stand: 14.06.2024
Quelle: UBS, eigene Berechnungen; historischer Durchschnitt = Q1 2011 bis Q4 2019

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

Ein gemischtes Bild

In unseren Gesprächen mit Unternehmen im Rahmen von Konferenzen und persönlichen Treffen vernehmen wir aktuell gemischte Töne. Neben der anhaltenden Schwäche chinesischer Konsumenten scheinen nun auch vermehrt Sorgen um den US-Konsumenten aufzukommen. Aus der Lebensmittelindustrie berichten die Unternehmen dagegen von einer deutlichen Abschwächung der Inflationswerte. Gleichzeitig nehmen Lohnkosten aber weiter zu und belasten die Margen. In der Asset-Management-Industrie sehen Management-Teams eine Stabilisierung. Neben einer positiven Margenentwicklung verbesserte sich zuletzt auch die Situation bei den Mittelabflüssen. Durch die von KI weiter nach oben getriebene Nachfrage nach Datenzentren werden Kraftwerksbetreiber und Stromnetze auf eine Belastungsprobe gestellt. Betreiber wie Microsoft wollen den Strombedarf im besten Fall aus erneuerbaren Energien bedienen, um selbstgesteckte Nachhaltigkeitsziele zu erreichen. Dies verlieh dem Sektor zuletzt Auftrieb. Im Bereich Software war die Berichtssaison zuletzt durchwachsen. Unternehmen allokkieren ihre Ausgaben vermehrt in Richtung KI-Anwendungen und reduzieren ihr Budget bei traditioneller Anwendungssoftware. Wir erwarten daher eine starke Divergenz bei der Performance der betroffenen Unternehmen.

Matthias Born, CIO Aktien

Prognoseübersicht: Europa mit Aufholpotenzial

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

Indexprognosen	Aktuell		Ø*	
	18.06.2024	31.12.2024	30.06.2025	In 12 Monaten
S&P 500	5.487	5.500	5.700	5.928
DAX	18.132	19.500	20.500	21.692
Euro Stoxx 50	4.915	5.200	5.400	5.650
MSCI UK	2.340	2.450	2.580	2.677
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	0,2	3,9	8,0
DAX	-	7,5	13,1	19,6
Euro Stoxx 50	-	5,8	9,9	14,9
MSCI UK	-	4,7	10,3	14,4

* Durchschnitt, Konsensus Bottom-up per 18.06.2024
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



FOKUS BLEIBT AUF RISIKOREICHEREN ANLEIHESEGMENTEN

AUF DEN PUNKT

- Bei sicheren Staatsanleihen profitieren Anleger von der gestiegenen Verzinsung, Kursgewinne sind nicht zu erwarten.
- Bei europäischen Unternehmensanleihen sind Hochzinspapiere wieder zurück.
- Verbesserte Wirtschaftsaussichten und Renditeprämien machen Lokalwährungspapiere in Schwellenländern attraktiv.

Anhaltende Inhomogenität prägt das Bild

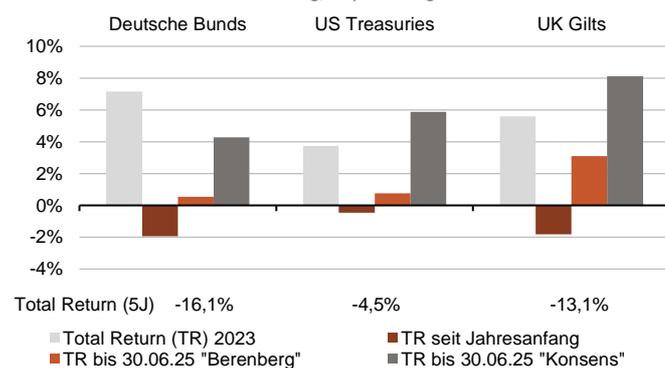
Weiterhin gilt, dass die Entwicklung von Anleihen im laufenden Jahr alles andere als homogen verläuft. Angesichts steigender (Real-)Renditen war es entscheidend, dass den daraus resultierenden Kursbelastungen eine Einengung von Risikoaufschlägen (Spreads) entgegenwirkte. So haben sich Segmente mit hoher Bonität wie erstklassige Staatspapiere schwächer als risikoreichere wie beispielsweise Unternehmensanleihen geschlagen, die von sinkenden Spreads profitierten. Wir schätzen auch den weiteren Jahresverlauf als heterogen ein. Wo sehen wir dabei Chancen?

Sichere Staatsanleihen: keine Kursimpulse zu erwarten

Im zweiten Quartal weiteten sich diesseits des Atlantiks die Kursrückgänge sicherer Staatsanleihen seit Jahresbeginn leicht aus. In Deutschland und im Euroraum sorgte der zuletzt stockende Disinflationstrend für Gegenwind, aber auch in den USA bleibt der Preisdruck hoch. Die in der vorigen Ausgabe der „Horizonte“ ausgedrückte Zuversicht für dieses Anleihesegment war somit im

Staatsanleihen: UK Gilts in Lokalwährung mit bestem Potenzial

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



Zeitraum: 18.06.2019-18.06.2024

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

Rückblick etwas verfrüht. Wir erwarten dennoch für die kommenden zwölf Monate positive Wertentwicklungen in den drei von uns betrachteten Währungsräumen (siehe Abb. unten links). Sinkende Leitzinsen seitens der großen Notenbanken wirken dabei grundsätzlich unterstützend, wobei die Europäische Zentralbank (EZB) mit einem Schritt um -25 Basispunkte im Juni bereits den Anfang gemacht hat, die US Fed ihren Zinssenkungszyklus dagegen voraussichtlich erst im Dezember einläuten wird. Trotz sinkender Zentralbankzinsen erwarten wir in unserem Basisszenario keinen Rückgang von Renditen längerer Laufzeit, sodass Anleger bestenfalls die laufende Verzinsung vereinnahmen können sollten. Wer dabei vom laufenden Renditevorteil britischer oder US-amerikanischer Staatsanleihen profitieren möchte, muss aus hiesiger Perspektive das Wechselkursrisiko im Auge behalten.

Europäische Hochzinsanleihen sind wieder zurück

Unsere Skepsis hinsichtlich der Bewertung von Hochzinsanleihen hat sich im bisherigen Jahresverlauf nicht bestätigt. Unternehmensanleihen gehörten zu den Profiteuren der sich aufhellenden Konjunkturaussichten. Zusätzlichen Rückenwind erhielt das Segment durch positive Kapitalflüsse und eine sehr robuste Entwicklung an den Neuemissionsmärkten. Insgesamt führte dies zu einem Rückgang der Risikoaufschläge auf breiter Front. Obwohl das Potenzial für einen weiteren Rückgang der Risikoprämien begrenzt erscheint, sind wir für Hochzinsanleihen bei einer aktuellen Verzinsung von über 6,7 % konstruktiver gestimmt. Die voranschreitende Konjunkturerholung bei gleichzeitig positiven technischen Faktoren sollte weitere Unterstützung bieten. Unverändert gefallen uns Papiere aus dem Segment des defensiveren Investment

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

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

	18.06.2024 Aktuell	31.12.2024	30.06.2025		
USA					
Leitzins	5,25-5,50	5,00-5,25	5,00	4,50-4,75	4,40
10J US-Rendite	4,22	4,70	4,19	4,70	4,02
Eurozone					
Leitzins	4,25	3,65	3,35	3,15	2,84
10J Bund-Rendite	2,40	2,60	2,26	2,70	2,27
Großbritannien					
Leitzins	5,25	4,50	4,65	3,50	3,95
10J Gilts-Rendite	4,05	4,30	3,79	4,30	3,64

* Durchschnitt, Konsens per 18.06.2024

Quelle: Bloomberg



Grades (IG). Diese bieten ein auskömmliches Renditeniveau von 3,9 %. Zusätzlichen Schub könnte der IG-Bereich durch weitere Zinssenkungen der EZB und die davon erwartete Normalisierung der Zinsstruktur erfahren. In diesem Marktumfeld werden allen voran Anleihen in den mittleren Laufzeitensegmenten profitieren, die rund 45 % des IG-Segments ausmachen. Perspektivisch sollte sich zudem ein positiver Beitrag aus der Entwicklung risikoloser Zinsen einstellen, die im bisherigen Jahresverlauf belasteten. Durch die positivere Bewertung von Kreditrisiken konnte dieser negative Beitrag bisher jedoch ganz oder zumindest teilweise kompensiert werden (siehe Abb. unten links).

Schwellenländer: deutliche Chancen in Lokalwährungsanleihen

Auch Schwellenländeranleihen haben sich im ersten Halbjahr unterschiedlich entwickelt. Während lokale Staatspapiere durch den Anstieg der US-Renditen und den daraus resultierenden starken US-Dollar unter Druck gerieten, konnten Staats- und Unternehmensanleihen im Hartwährungssegment eine bessere Performance erzielen. Dort war vor allem die überlegene Performance des Hochzinssegments bemerkenswert. Die Gründe dafür sind vielfältig: Einige Länder, namentlich Argentinien und Ecuador, haben seit ihren Regierungswechseln bessere wirtschaftliche Aussichten, während andere, wie Ägypten und Pakistan, von Rettungspaketen internationaler Geldgeber profitierten. Auch insgesamt hat sich das fundamentale Bild in den Schwellenländern aufgehellt. Dank der leichten Erholung der Weltwirtschaft haben sich die Exportaussichten für Schwellenländer verbessert (siehe Abb. unten rechts). Zudem hat sich die Lage in China stabilisiert – eine Erholung der Rohstoffpreise war die Folge. In diesem Umfeld ist

insbesondere das Lokalwährungssegment sehr attraktiv. Zum einen haben viele Länder durch restriktive Geld- und Fiskalpolitik die Inflation erfolgreich bekämpft, was zu den höchsten Realzinsen seit einer Dekade führte. Zum anderen profitieren viele Länder von der Erholung der Rohstoffpreise, was den lokalen Währungen zusätzlichen Auftrieb verlieh. Vor dem Hintergrund der historischen Differenzen zu US-Staatsanleihen bietet das aktuelle Renditeniveau internationalen Investoren interessante Opportunitäten. Insbesondere lateinamerikanische Länder weisen in diesem Vergleich einen Mehrertrag von rund 5,5 % p.a. auf. Zusammengefasst bleibt festzuhalten, dass sowohl fundamentale Verbesserungen als auch attraktive Renditeniveaus vor allem Lokalwährungsanleihen zu einem vielversprechenden Segment machen. Hier liegen unverändert unsere Präferenzen.

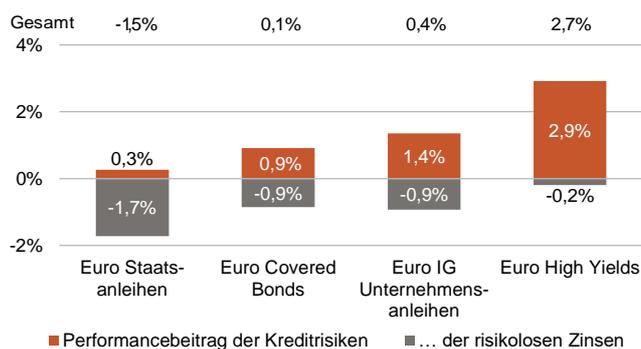
Fazit: Unternehmens- und Schwellenländeranleihen favorisiert

Bezüglich sicherer Staatsanleihen sind insbesondere britische Gilt in Lokalwährung attraktiver als deutsche Bundesanleihen, wobei das Wechselkursrisiko zu beachten ist. Im Segment der Unternehmenspapiere präferieren wir im IG-Bereich die mittleren Laufzeiten, die von einer sukzessiven Normalisierung der Renditestrukturkurve überproportional profitieren sollten. Aber auch Hochzinspapiere sind attraktiv und sollten im Multi-Asset-Kontext beigemischt werden. In Schwellenländern schließlich bleiben Lokalwährungspapiere unsere Favoriten – sie sind die Gewinner im Umfeld hoher Realzinsen und sich erholender Rohstoffpreise.

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

Performance seit Jahresbeginn: je riskanter, desto besser

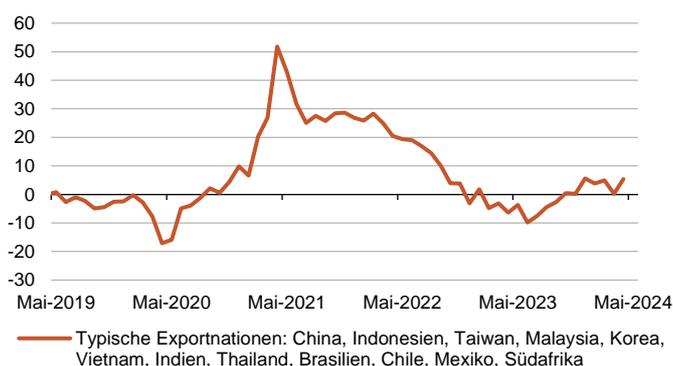
Der Risikoprämienbeitrag sorgte für eine (Teil-)Kompensation des negativen Effekts steigender risikoloser Zinsen bei Unternehmenspapieren und High Yields



Zeitraum: 31.12.2023-17.06.2024, Quelle: ICE, eigene Berechnungen
High Yields = Hochzinsanleihen, IG = Investment Grade

Schwellenländer: Exporte nehmen Fahrt auf

In wichtigen exportorientierten Schwellenländern kommt das in US-Dollar gemessene Ausfuhrvolumen in Schwung und zeigt positive Wachstumsraten



Zeitraum: 31.05.2019-31.05.2024, Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



NICHT NUR GOLD GLÄNZT

Öl über den Sommer mit Rückenwind

Rohöl (Brent) fiel Anfang Juni temporär wieder unter die Marke von 80 USD. Trotz immer neuer Eskalationen im Israel-Krieg wurde die Risikoprämie stetig wieder ausgepreist. Zudem führte die laxe Einhaltung der Kürzungsvorgaben durch einige OPEC+-Mitglieder zu einem leichten Angebotsüberschuss und damit zu steigenden Lagerbeständen. Dies dürfte sich im Zuge der US-Driving Season über den Sommer – gestützt durch die starke Urlaubsstimmung (knapp 60 % der US-Konsumenten planen diesen Sommer mindestens eine Reise) – kurzfristig ändern. Mittelfristig dürfte es Öl jedoch schwerer haben. Denn auch wenn die OPEC+ ihre Kürzungen bis 2025 verlängert hat, geht aus dem Kleingedruckten hervor, dass diese Kürzungen rückläufig sind und die OPEC+-Mitglieder bereits ab Oktober mehr Barrel auf den Markt bringen und die Produktion im nächsten Jahr deutlich erhöhen wollen.

Gold trotz starkem Momentum mit strukturellem Potenzial

Der Goldpreis knüpfte im zweiten Quartal an die Preisstärke seit Jahresstart an und erreichte neue Höchststände. Traditionelle Goldpreistreiber waren jedoch nicht für die starke Dynamik verantwortlich. Die Realzinsen, der US-Dollar und die Zinserwartungen stiegen im zweiten Quartal an. Dennoch kletterte der Goldpreis im Gleichschritt mit den Aktienmärkten auf neue Höchststände. Die Treiber hinter der Preisstärke kommen vor allem aus den Schwellenländern. Hier bauen einige Zentralbanken im Zuge einer gewissen Abkehr vom US-Dollar ihre Goldreserven kontinuierlich auf, allen voran die Chinesische Zentralbank. Auch Privatanleger, insbesondere aus China, bevorzugen aufgrund des schrumpfenden Anlageuniversums bei hoher Liquidität zunehmend Gold. Die neuen Nachfragetreiber dürften angesichts der erhöhten geopolitischen Risiken in diesem Jahrzehnt struktureller Natur sein. Zudem dürften eine Wende in der westlichen Zinspolitik und steigende ETF-Bestände für Aufwärtsimpulse sorgen. Gold ist daher aufgrund seiner Diversifikations- und Sachwertigenschaften mittelfristig im Portfoliokontext attraktiv.

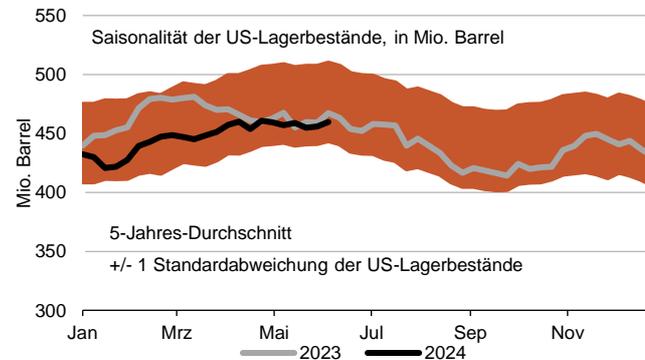
Metalle nach Konsolidierung langfristig attraktiv

Der LME-Industriemetallindex legte über das zweite Quartal mit knapp 8 % Performance kräftig zu. Die steigende Industrieaktivität im Westen und in China, Sanktionen gegen russische Metallexporte und Markttechnik trieben die Metalle in die Höhe. Kurzfristig dürfte sich die Konsolidierung nach der Stärke weiter fortsetzen, auch weil die Positionierung noch immer erhöht ist. Die Energiewende und Digitalisierung stützen langfristig.

Philina Louisa Kuhzarani, Multi Asset Strategy & Research

Öl: Positive Sommersaisonalität dürfte Ölpreise kurzfristig stützen

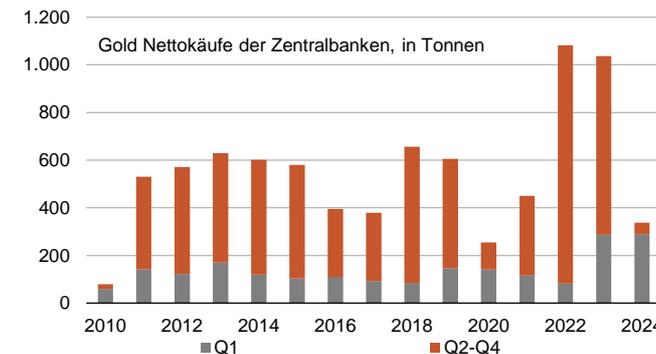
Die positive Sommersaisonalität im Zuge der US-Driving Season dürfte dem Ölmarkt kurzfristig Rückenwind verleihen. Geringere Lagerbestände = höhere Preise



Zeitraum: 01.01.2019-09.06.2024
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Gold: Zentralbanken tragen Goldkaufdynamik ins Jahr 2024

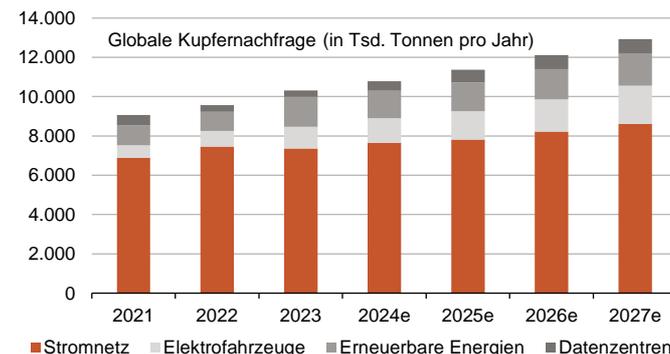
Gold-Nettokäufe der Zentralbanken in Tonnen. Der Trend zu Zentralbankkäufen setzt sich auch 2024 fort



Zeitraum: 01.01.2010-30.04.2024
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Metalle: Energiewende und Digitalisierung treiben Metallnachfrage

Globale Kupfernachfrage nach Sektoren (in Tsd. Tonnen/Jahr). Insbesondere Investitionen ins Stromnetz („Grid“) stützen die Metallnachfrage



Zeitraum: 01.01.2021-31.12.2027, e = jährliche Schätzungen
Quelle: Woodmac, Morgan Stanley Research



GEGENLÄUFIGE KRÄFTE BEIM EURO-DOLLAR-KURS

Divergenz bei Zinsen und Wachstum beeinflusst die Wechselkurse

Zuletzt haben dem US-Dollar gegenüber dem Euro einige Faktoren Rückenwind verliehen und den Wechselkurs kurzfristig bis auf 1,06 US-Dollar pro Euro sinken lassen. Dazu zählen unter anderem die zunehmenden geopolitischen Risiken, die dem Greenback in seiner Funktion als sicherer Hafen zusätzliche Nachfrage bescherten, sowie die weiterhin sehr robuste Entwicklung der US-Wirtschaft. Den Euro belasteten indessen zuletzt die Unsicherheit nach den Europawahlen, vor allem die Neuwahlen in Frankreich.

Die Konjunktur im Euroraum hingegen kommt nach dem Inflations- und Zinsschock der vergangenen Jahre nur langsam wieder in Schwung, und die bereits eingeleitete Zinswende der EZB zur Ankurbelung der Konjunktur schwächt die Gemeinschaftswährung zusätzlich. Denn derzeit sieht es so aus, als würde die US-Notenbank erst gegen Ende des Jahres dem europäischen Pendant folgen und mit dem Zinssenkungszyklus beginnen. Bis dahin vergrößert jede Zinssenkung der EZB die Zinsdifferenz zur Fed, und je größer die Differenz, desto mehr Kapital fließt tendenziell in die USA.

Allerdings ist ein Großteil dieser zukünftigen Entwicklung bereits jetzt an den Märkten eingepreist, so dass wir im weiteren Jahresverlauf nur mit einer begrenzten Aufwertung des Greenbacks rechnen. Stützend für den Euro könnte sich hingegen auswirken, dass sich die Konjunktur im Euroraum im Jahresverlauf etwas erholen dürfte, während in den USA mit einer leichten Abkühlung der Wirtschaft zu rechnen ist. Es ist daher zu erwarten, dass der Wechselkurseffekt einer Ausweitung des Zinsdifferenzials durch eine gleichzeitige Verringerung des Wachstumsdifferenzials in etwa ausgeglichen wird. Unter dem Strich rechnen wir daher für die kommenden Monate mit einer Seitwärtsbewegung beim EUR/USD-Wechselkurs.

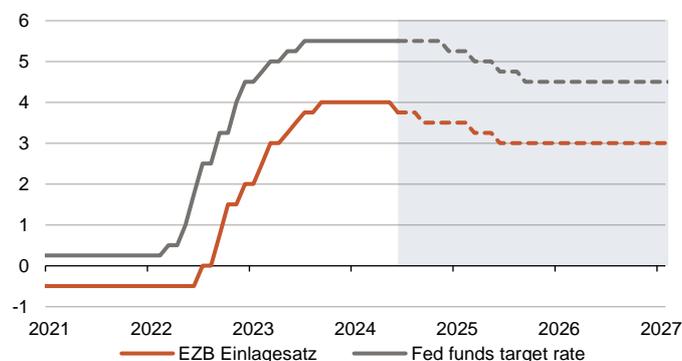
Die Schweizer Nationalbank hat die geldpolitische Wende schon drei Monate vor der EZB vollzogen. Dies hatte den Schweizer Franken zunächst etwas geschwächt und den Wechselkurs auf nahezu Parität ansteigen lassen. Nachdem es aber abzusehen war, dass die EZB bald nachziehen würde, bewegte sich der Wechselkurs bereits wieder in Richtung 0,95 Franken pro Euro.

Für die kommenden Monate erwarten wir, dass sich sowohl die Zinsen als auch die Konjunktur im Euroraum und in der Schweiz etwa im Gleichschritt entwickeln werden. Wir rechnen deshalb mit einer Seitwärtsbewegung des Wechselkurses auf einem Niveau von 0,98 Franken pro Euro.

Dr. Felix Schmidt, Leitender Volkswirt

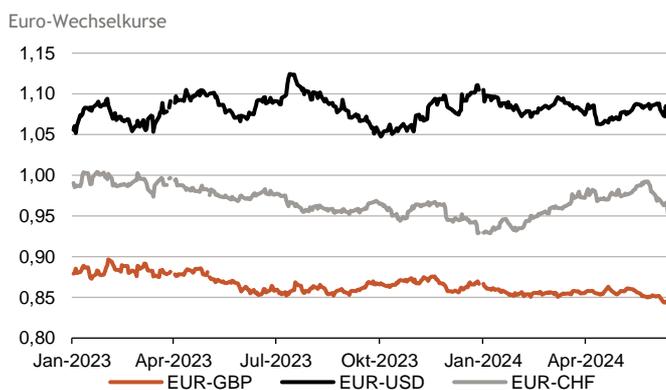
EZB schreitet bei der Zinswende voran

Graue Fläche: Prognosen. Oberes Ende der Fed funds target rate (in %).



Zeitraum: 01.2021-01.2027
Quelle: EZB, Fed, Berenberg

Euro-Dollar-Kurs zuletzt seitwärts



Zeitraum: 01.01.2023-17.06.2024
Quelle: FT

Wechselkursprognosen: Euro mit moderatem Aufwärtspotenzial

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

Wechselkursprognose	18.06.2024	31.12.2024		30.06.2025	
	Aktuell	🏛️	📊*	🏛️	📊*
EUR/USD	1,07	1,08	1,09	1,10	1,11
EUR/GBP	0,85	0,85	0,86	0,85	0,85
EUR/CHF	0,95	0,98	1,00	0,98	1,00
EUR/JPY	170	167	164	165	162

Veränderung zum Euro (in %)	31.12.2024		30.06.2025		
USD	-	-0,6	-1,5	-2,4	-3,2
GBP	-	-0,6	-1,7	-0,6	-0,6
CHF	-	-3,1	-5,0	-3,1	-5,0
JPY	-	1,5	3,4	2,8	5,0

* Durchschnitt, Konsens per 18.06.2024
Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT DENNIS NACKEN

Herr Nacken, Sie betreuen mit Ihrem Team bei Berenberg die Kundengruppe der Single Family Offices. Um was für Kunden handelt es sich dabei, und was sind Besonderheiten dieses speziellen Kundensegmentes?

Single Family Offices sind mit der Verwaltung des Vermögens von Unternehmerfamilien oder sehr vermögenden Privatpersonen betraut. Die Familien sind sich der Verantwortung, die ein großes Vermögen mit sich bringt, bewusst und versuchen, es möglichst effizient zu nutzen und zu verwalten. Hierfür ist das Single Family Office das richtige Vehikel.

Festangestellte Manager, die sogenannten Family Officers, sind für die Kapitalanlage zuständig, übernehmen darüber hinaus aber oft auch Aufgaben im Bereich der Rechts- und Steuerberatung, Nachfolgeberatung oder regulatorische Tätigkeiten. Vielen Unternehmerfamilien ist außerdem philanthropisches Engagement wichtig. Auch das kann in einer Single-Family-Office-Struktur abgebildet und organisiert werden.

Das Besondere ist, dass das Single Family Office nur den Interessen der Familie verpflichtet ist. Die Leistungen sind also passgenau auf die Bedürfnisse der Familie zugeschnitten. Family Officer agieren unabhängig und beraten immer mit Hinblick darauf, was für das Familienvermögen am besten ist. Das Family Office agiert somit als institutioneller und damit auch professioneller Anleger.

Wann ist die Gründung eines Family Offices sinnvoll? Und welche Rolle spielt die Entwicklung einer Gesamtvermögensstrategie als Ausgangspunkt für das Family Office?

Ein eigenes Family Office ist naturgemäß auch mit Kosten für Vermögensverwaltung, Buchhaltung, Controlling und Reporting verbunden. Besonders dann, wenn externe Manager angestellt werden, müssen die Kosten im Verhältnis zum verwalteten Vermögen und der angestrebten Rendite stehen. Ist zum Beispiel ein Vermögen von über 200 Mio. Euro vorhanden, ist die Gründung eines Family Office durchaus sinnvoll, um gänzlich unabhängig agieren zu können.

Die Gesamtvermögensstrategie agiert als Kompass für die Arbeit des Family Office. Allerdings geht die Ausarbeitung einer Familienstrategie der Vermögensstrategie voran. Hierbei sollten die Unternehmensnachfolge, ein klarer Gesellschafterkreis sowie Ziele, die mit dem Vermögen verfolgt werden sollen, definiert werden.

Im nächsten Schritt kann dann die Gesamtvermögensstrategie definiert werden. Die Strategische Asset Allokation bildet hierfür das



Fundament. Sie definiert Renditeziele, Risikotoleranzen und Liquiditätsanforderungen. Ein weiteres Element, welches oft für die Nachfolgeneration elementar ist, ist die Einbindung von konkreten Nachhaltigkeitskriterien.

Wie investieren diese Kunden typischerweise?

Wir sagen gern: „Kennt man ein Family Office, kennt man eben genau eins.“ Jedes Family Office ist einzigartig und hat eigene Schwerpunkte und Ziele. Das ist auch das Spannende an unserer Arbeit. Was die meisten Family Offices jedoch eint, ist eine unternehmerische Investmentphilosophie. Chancen nutzen und mit der nötigen Weitsicht auch Risiken eingehen, das liegt in der DNA der Familienunternehmen und ihrer Family Offices. Wichtig sind immer ein langer Anlagehorizont und eine breite Diversifikation, um das Vermögen langfristig zu schützen und zu mehren.

Teil des Portfolios sind fast immer öffentliche Anlagen wie Aktien, Anleihen, Rohstoffe und extern verwaltete Anlagen, also Fondslösungen. Darüber hinaus, und das unterscheidet Single Family Offices von Privatanlegern, gibt es oft einen signifikanten Anteil an Direktanlagen im Portfolio in Form von Unternehmens- oder Immobilienbeteiligungen. Aktuell beobachten wir auch, dass



Family Offices mit Blick auf Immobilien antizyklisch agieren, also die niedrigen Immobilienbewertungen als Chance nutzen. Auch die Anlageklasse Private Debt ist im aktuellen Hochzinsumfeld sehr gefragt.

Was ist für diese professionelle und hochvermögende Kundengruppe das Besondere an Berenberg, und welche Dienstleistungen stehen für Family Offices im Fokus?

Family Offices schätzen besonders das unternehmerische Geschäftsmodell von Berenberg. Die Philosophie eines inhabergeführten Unternehmens teilt Berenberg mit den Family Offices. Unternehmerfamilien, die über die Gründung eines Family Offices nachdenken, bieten wir unsere Expertise und unser Netzwerk an. Für bestehende Family Offices agieren wir als Sparringpartner in den Bereichen Wealth and Asset Management, Investmentbanking sowie Corporate Banking. Viele Family Offices haben nicht in jedem dieser Themenschwerpunkte interne Spezialisten. Hier können wir neben der Beratung auch spannende Investmentprodukte anbieten, sei es im Aktien-, Anleihen- und Multi-Asset-Bereich auf der liquiden Seite oder Private-Debt-Strategien für das illiquide Vermögen. Auch bei der Suche nach neuen Unternehmensbeteiligungen vermitteln wir zusammen mit der Berenberg Investmentbank zwischen Unternehmen und Family-Office-Investoren.

Mit welchen speziellen Herausforderungen sind Sie mit Blick auf die individuellen Anforderungen der Kunden konfrontiert, und welchen Mehrwert kann Berenberg hier bieten?

Die heterogene Landschaft der Family Offices bedeutet, dass es keinen „One-size-fits-all“ Ansatz gibt. Die Beratung in diesem Bereich erfordert ein hohes Maß an Fachwissen, Kompetenz und Verständnis für die individuellen Bedürfnisse der Kunden.

Eine weitere Herausforderung ist, dass die Branche der Single Family Offices von höchster Diskretion geprägt ist. Man muss die Landschaft der Unternehmerfamilien gut kennen und wissen, welches Family Office sich für welche Themen interessiert. Wir im Team haben ein großes Netzwerk in der Family-Office-Branche aufgebaut und bieten den Family Officern auch verschiedene Events zum Austausch an. So haben wir zum Beispiel mit der jährlich stattfindenden Berenberg Single-Family-Office-Konferenz eine der größten deutschsprachigen Netzwerk-Plattformen für Family Officer und Vermögensträger geschaffen. In einem geschützten Rahmen können gemeinsame Herausforderungen besprochen, Impulse für die Zukunft gegeben und wertvolle Synergien geschaffen werden.

Was sind Erkenntnisse aus der Arbeit von Family Offices für andere vermögende Kunden? Können diese bei Berenberg ähnlich investieren?

Auch wenn man kein eigenes Family Office hat, sollte man sich Gedanken darüber machen, welche Ziele man mit seinem Vermögen langfristig verfolgt und welche Schwerpunkte man setzen möchte. Bei der Ausarbeitung einer Gesamtvermögensstrategie (SAA) können Berenberg-Berater auch Privatkunden unterstützen.

In den Anlageklassen können Privatanleger unternehmerisch agieren und temporäre Unterbewertungen als Chance nutzen. Aktuell bieten Anleihefonds beispielsweise wieder attraktive Renditechancen. Die Berenberg-Investmentlösungen in Form einer Vermögensverwaltung oder von Investmentfonds stehen allen vermögenden Kunden gleichermaßen zur Verfügung. Da gibt es keine Unterschiede. Direktinvestments in Unternehmen oder Immobilienprojekte bieten zudem gute Ertragschancen, sind jedoch nur mit sehr großen liquiden Vermögen möglich. Allerdings stehen diese Anlageklassen auch unseren semi-professionellen Kunden in Form von Fondslösungen zur Verfügung. In den Bereichen Private Debt und Immobilien bieten wir eigene Berenberg-Fonds an. Unsere Kooperation mit der Private-Equity-Fondsplattform Moonfare ermöglicht es, an der Entwicklung dieser spannenden Anlageklasse zu partizipieren. Grundsätzlich steht also allen Berenberg-Kunden das volle Leistungsspektrum der Bank zur Verfügung.

KURZVITA

Dennis Nacken, CFA, ist seit 2020 bei Berenberg und verantwortet den Bereich Family Office & Family-Owned Business. Er berät Unternehmerfamilien, Family Offices und Familienunternehmen. Zuvor durchlief Dennis Nacken verschiedene Positionen im Bereich Family Office sowie Research bei Allianz Global Investors und Helaba Invest. Er ist Diplom-Volkswirt sowie Betriebswirt (WAH) und trägt den Titel „Chartered Financial Analyst (CFA)“.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie

AUTOREN

Matthias Born | Leiter Portfoliomanagement Aktien

Verantwortet die Anlagestrategie für Aktien des Asset Managements mit dem Fokus auf die Einzeltitelselektion in europäischen Aktien

Dr. Salomon Fiedler | Volkswirt

Analysiert wirtschaftliche - insbesondere makroökonomische - Entwicklungen

Philina Louisa 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 | Leiter Fixed Income Euro Ausgewogen

Verantwortet die Auswahl von Unternehmens- und Finanzanleihen ist Spezialist für die Selektion kurzfristiger Anleihen

Wei Lon Sung | Leiter Fixed Income Emerging Markets

Verantwortet die Anlagestrategien für EM-Anleihen und managt Publikumsfonds fokussiert auf EM-Hart- und Lokalwährungsanleihen

Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research

Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarkt-kommunikation

WICHTIGE HINWEISE

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

entnehmen sind. Eine Anlageentscheidung sollte auf Basis aller Eigenschaften des Fonds getroffen werden und sich nicht nur auf nachhaltigkeitsrelevante Aspekte beziehen. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten die Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieses Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts »berenberg« unter der Internetadresse <https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum 21. Juni 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