



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Mai | 2024

Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

Wichtige Hinweise



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres 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. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>.

Datum 26.04.2024



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktienuntergewicht neutralisiert	4
02	Volkswirtschaft Große Teile der Weltwirtschaft kehren zu normaleren Wachstums- und Inflationsraten zurück	9
03	Aktien Aktienmärkte verlieren an Schwung	14
04	Anleihen Hartnäckige Inflation in den USA gefährdet Zinssenkungsaussichten der Fed	20
05	Rohstoffe Ob Edel-, Industriemetall oder Energie: Alles glänzt	25
06	Währungen Derzeit spricht einiges für den Dollar, dies kann sich aber im Jahresverlauf ändern	28

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt



Kapitalmarkt kompakt

Rückblick



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

Gesamtrendite der Anlageklassen in den letzten 4 Wochen, seit Jahresanfang und über 5 Jahre (% , EUR)

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (27.03.24 - 24.04.24)	■ YTD (29.12.23 - 24.04.24)	24.04.23	24.04.22	24.04.21	24.04.20	24.04.19
			24.04.24	24.04.23	24.04.22	24.04.21	24.04.20
Industriemetalle	14,6	15,3	9,1	-24,8	56,3	41,7	-16,1
Gold	6,8	15,8	20,2	0,6	21,9	-7,9	39,6
Brent	4,4	21,4	21,8	-8,1	112,8	116,3	-62,8
USD/EUR-Wechselkurs	1,2	3,2	3,2	-2,2	12,0	-10,5	3,1
Aktien Emerging Markets	1,2	5,2	12,2	-8,7	-8,9	40,3	-13,9
Euro-Übernachteinlage	0,3	1,3	3,8	0,9	-0,6	-0,5	-0,4
EUR Unternehmensanleihen	-0,7	-0,4	5,9	-5,6	-8,0	6,0	-1,4
EUR Staatsanleihen	-0,9	-1,4	3,3	-5,9	-5,9	2,0	0,8
Aktien Industrienationen	-2,0	9,0	23,3	-2,6	11,2	34,4	-3,4
Globale Wandelanleihen	-2,3	1,3	9,2	-10,1	-5,7	47,7	1,5
Aktien Frontier Markets	-2,4	4,9	13,3	-18,6	13,8	29,4	-14,7
REITs	-5,2	-5,8	0,2	-25,5	26,2	16,2	-11,2

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index;
 EUR Staatsanleihen: IBOXX Eurozone Sovereign 1-10J TR; EUR Unternehmensanleihen: IBOXX Euro Corporates Overall TR;
 Globale Wandelanleihen: SPDR Convertible Securities ETF; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR;
 Industriemetalle: Bloomberg Industrial Metals Subindex TR; Euro-Übernachteinlage: ICE BofA Euro Overnight Deposit Rate Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

Quellen: Bloomberg, Berenberg

Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

Zeitraum: 24.04.2019 – 24.04.2024

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- Die Wirtschaft der Eurozone kommt nach der Beinahe-Stagnation im Jahr 2023 nur langsam wieder in Schwung.
- Eine sinkende Inflation und erwartete Zinssenkungen helfen der britischen Wirtschaft beim Aufholen.
- Die US-Wirtschaft floriert trotz restriktiver Geldpolitik.

Aktien



- Die Aktienmärkte haben zuletzt leicht korrigiert. US-Aktien sind dabei stärker als ihre europäischen Pendanten gefallen.
- Wir haben die jüngste Schwäche zur Neutralisierung der Aktienquote genutzt und unser US-Untergewicht reduziert.
- Bis zu den US-Wahlen erwarten wir eine volatile Seitwärtsbewegung, mit limitiertem Aufwärtspotenzial.

Anleihen



- Zinssenkungserwartungen für Fed angesichts hartnäckiger Inflationsdaten in den USA weiter reduziert.
- Idiosynkratischer Stress im Hochzins-Segment der Unternehmensanleihen. IG fundamental und technisch gut unterstützt.
- Positive Konjunkturdaten in den Schwellenländern machen das Segment der Lokalwährungsanleihen weiterhin attraktiv.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Gold trotz gestiegenen Realzinsen, festem Dollar und ETF-Abflüssen. Kurzfristig heiß gelaufen, aber weiter wichtiger Hedge.
- Rohöl ohne geopolitische Eskalation im Seitwärtstrend. Angebot und Nachfrage scheinen aktuell im Gleichgewicht.
- Industriemetalle profitieren von Erholung im verarbeitenden Gewerbe und Verbot auf russisches Metall. Kurzfristig überhitzt.

Währungen



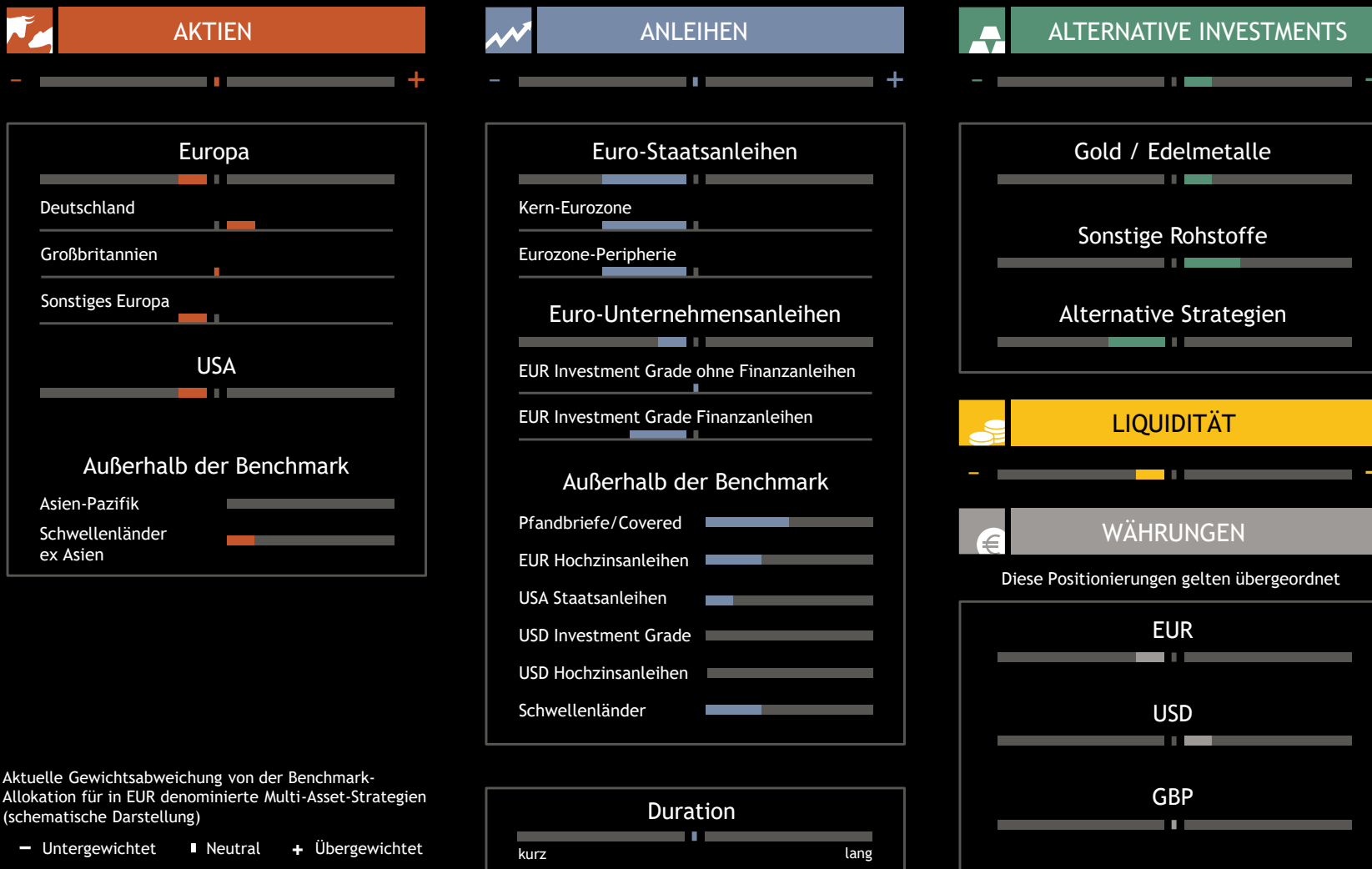
- Einige Faktoren haben dem US-Dollar zuletzt Rückenwind verliehen.
- Dass die Fed deutlich später als die EZB mit Zinssenkungen beginnen wird, ist an den Märkten bereits eingepreist.
- In den kommenden Monaten könnten einige der Faktoren, die derzeit den US-Dollar stützen nachlassen.



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



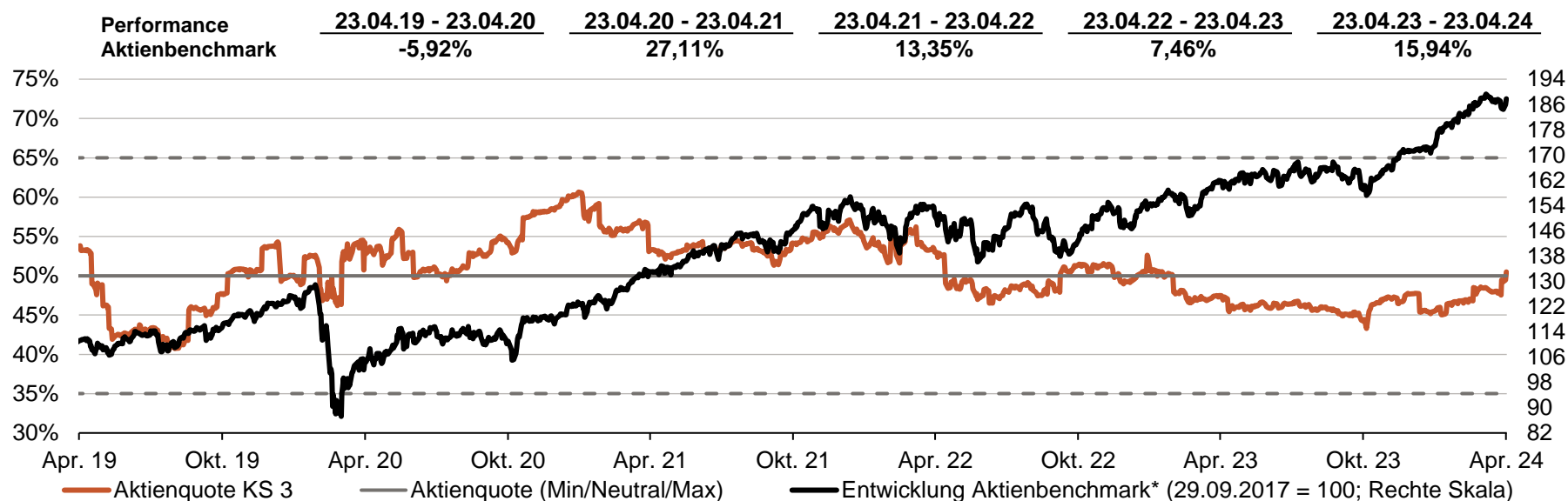
Aktuelle Gewichtsabweichung von der Benchmark-Allokation für in EUR denominierte Multi-Asset-Strategien (schematische Darstellung)

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3

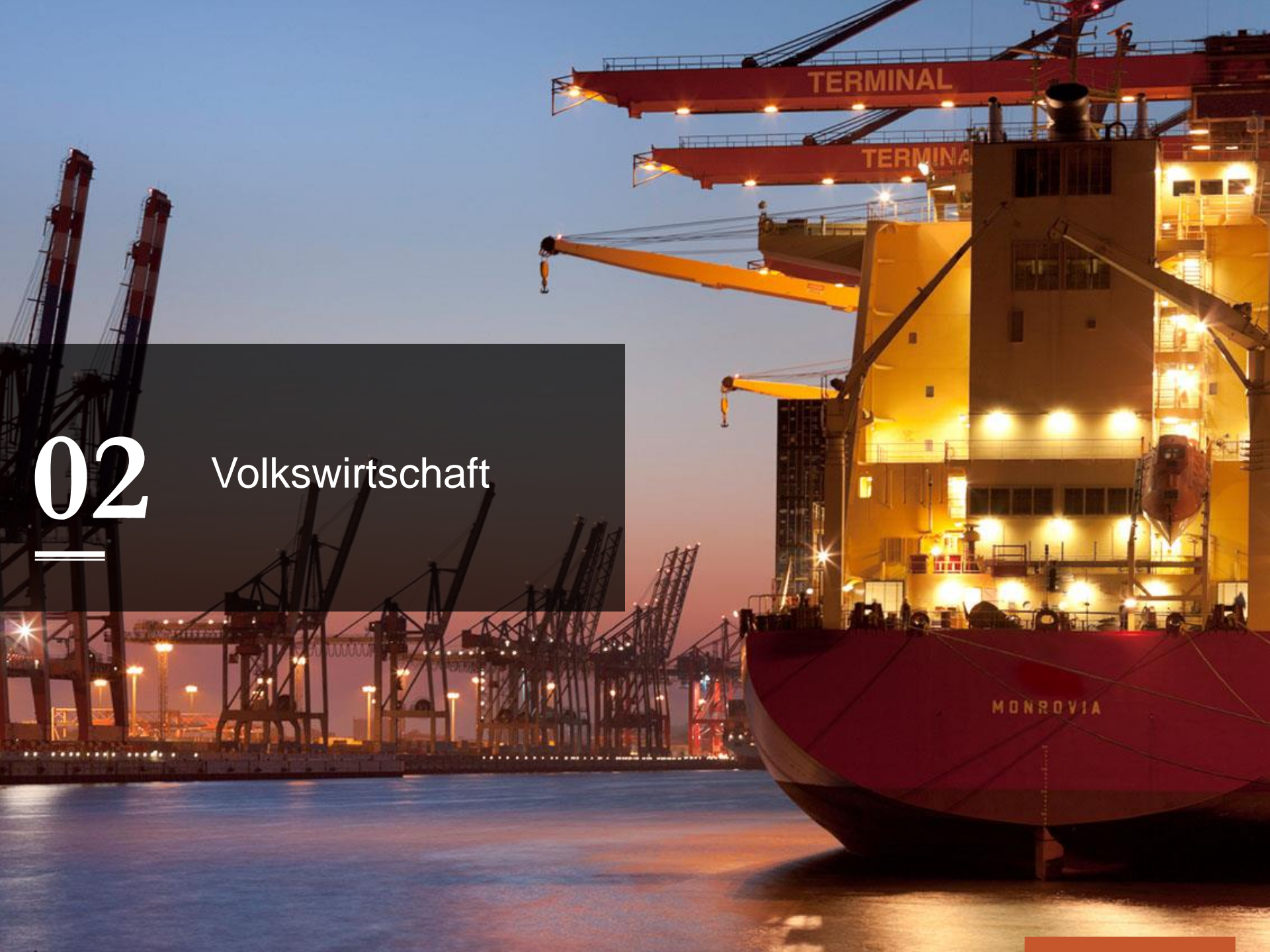


Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg *„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 23.04.2019 – 23.04.2024
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir haben die jüngste Schwäche genutzt, um unsere Untergewichtung in Aktien zu neutralisieren. Im Zuge dessen haben wir unsere Untergewichtung in US-Aktien reduziert. Innerhalb der Rohstoffe, der bisher besten Anlageklasse 2024, haben wir bei Gold leichte Gewinne mitgenommen, bleiben aber in Rohstoffen und auch bei Gold übergewichtet. Neben fundamentalen Gründen spricht dafür, dass die meisten Anleger in Rohstoffen immer noch stark unterinvestiert sind. Zudem eignen sich Rohstoffe gut als Inflations- und geopolitische Absicherung. Zudem erscheinen uns Anleihen nach dem starken Zinsanstieg in diesem Jahr attraktiver. Entsprechend bleiben wir in unseren Multi-Asset-Strategien sehr ausgewogen positioniert.
- Bis zu den US-Wahlen erwarten wir einen volatilen Seitwärtsmarkt, mit nur limitiertem Aufwärtspotenzial auf Indexebene. Wir sehen Chancen eher unterhalb der Oberfläche.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

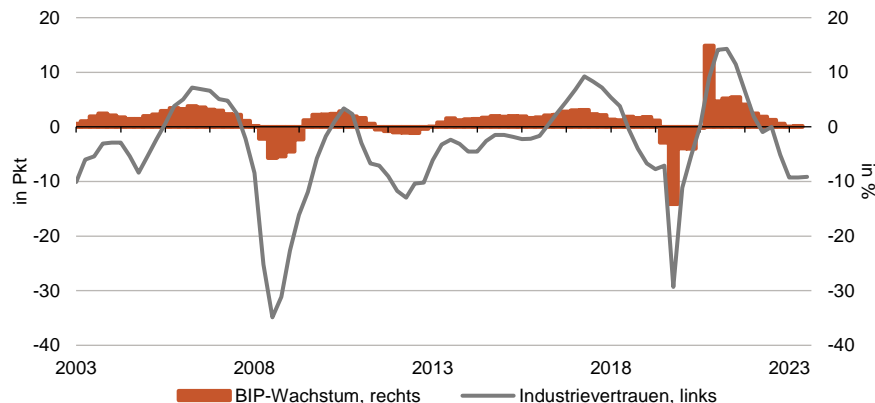


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Warten auf den Aufschwung

- Die Wirtschaft der Eurozone kommt nach der Beinahe-Stagnation im Jahr 2023 nur langsam wieder in Schwung. Die Lagerkorrektur im globalen verarbeitenden Gewerbe ist weitgehend abgeschlossen. Dank eines starken Rückgangs der Gesamtinflation begannen die real verfügbaren Einkommen bereits im Frühjahr 2023 wieder zu steigen. Dies kann die Verbraucher dazu ermutigen, ihre Ausgaben zu erhöhen.
- Die Unternehmen stehen vor der Aufgabe ihre Investitionen zu erhöhen, um ihre Lieferketten neu zu strukturieren und ihre Energieeffizienz zu steigern. Dies kann dazu beitragen, dass das Wirtschaftswachstum Ende 2024 und 2025 etwas anzieht.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



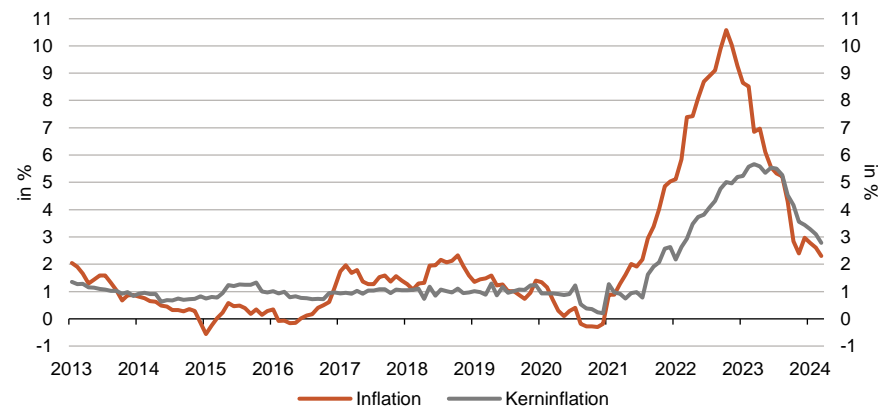
Quelle: Haver

Zeitraum: 09/2003 – 03/2024

EZB stellt Beginn des Zinssenkungszyklus in Aussicht

- Die EZB hat auf der April-Sitzung sehr klare Signale gesendet, dass die erste Zinssenkung im Juni erfolgen wird. Die große Frage ist jetzt, ob es bereits im Juli zum zweiten Zinsschritt kommt, oder bis September gewartet wird.
- In den folgenden Quartalen erwarten wir eine Abschwächung der Kerninflation, was die EZB dazu veranlassen wird, ihren Einlagensatz bis Mitte 2025 auf 2,5 % zu senken. Der erwartete Anstieg der Inflation auf 2,5 % und damit über dem mittelfristigen Ziel von 2 % im Jahr 2026 wird die EZB jedoch mittelfristig wahrscheinlich dazu zwingen, zu einem Zinssatz von 3 % zurückzukehren.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2003 – 03/2024

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

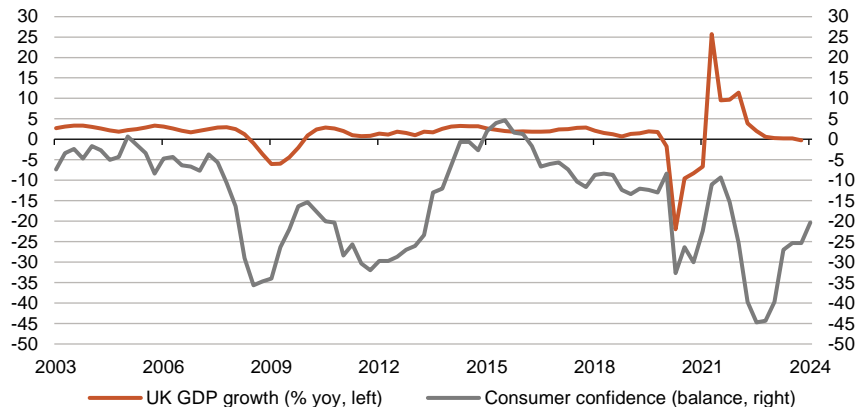


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Rückenwind voraus

- Die Mini-Rezession im zweiten Halbjahr 2023 ist neuem Wachstum gewichen. Das BIP-Wachstum in Höhe von 0,3 % im Januar und 0,1 % im Februar lassen darauf schließen, dass das reale BIP im ersten Quartal wahrscheinlich um mindestens 0,3 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen ist. Stimmungsumfragen deuten auf einen ähnlichen Anstieg im zweiten Quartal hin.
- Das robuste Wachstum in den USA und eine allmähliche Erholung in der Eurozone sowie die anhaltenden Zuwächse der real verfügbaren Einkommen im Vereinigten Königreich deuten darauf hin, dass die britische Wirtschaft im zweiten Halbjahr noch etwas an Schwung gewinnen wird.

Großbritannien BIP-Wachstum und Verbraucherstimmung



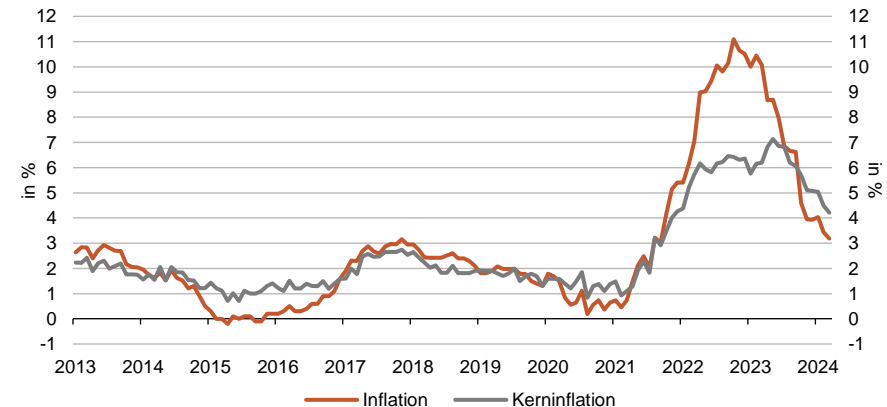
Quelle: Haver

Zeitraum: 03/2003 – 03/2024

BoE zwischen Fed und EZB

- Eine Senkung der Energiepreisobergrenze wird die Inflationsrate im April um 0,5 Prozentpunkte senken. Hinzu kommt, dass Preisspitzen aus dem vergangenen April und Mai im Vorjahresvergleich dazu führen werden, dass die Inflationsrate in den kommenden Monaten niedriger ausfällt und im Mai auf ca. 2 % sinken könnte.
- Die erste Zinssenkung der BoE wird voraussichtlich im August erfolgen. Insgesamt ist mit drei Schritten in diesem Jahr und weiteren vier Schritten 2025 zu rechnen, sodass der Leitzins am Ende bei 3,5 % notiert. Die BoE würde sich damit zwischen der Fed und der EZB positionieren, welche die Geldpolitik für die beiden wichtigsten Exportmärkte Großbritanniens festlegen.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2013 – 03/2024

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

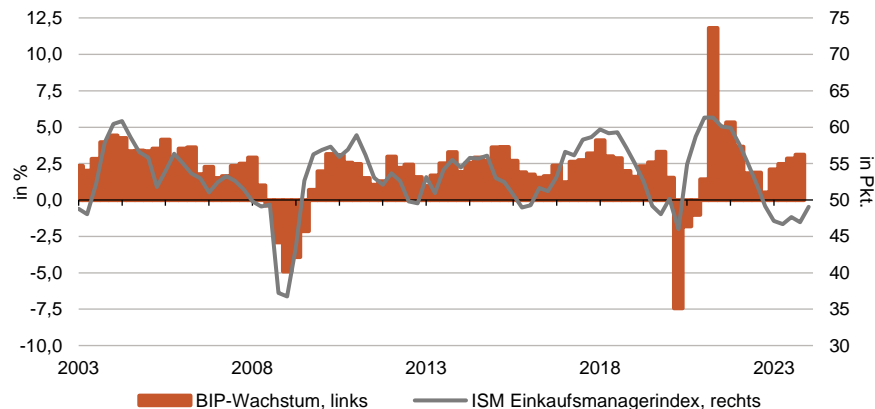


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

US-Konjunktur verliert kaum an Schwung

- Die restriktive Geldpolitik wird in den USA durch eine lockere Fiskalpolitik ausgeglichen. Nachdem insbesondere der Konsum zuletzt zu einem regelrechten Boom beigetragen hat, ist für das restliche Jahr mit einer Rückkehr des Wachstum Richtung Trendrate von 2 % zu rechnen.
- Wenn die fiskalpolitischen Impulse im Jahr 2025 abklingen, wird die Fed durch Zinssenkungen versuchen die US-Wirtschaft nahe am Trendwachstum zu halten. Es besteht jedoch weiterhin das Restrisiko, dass ein zu hohes Lohnwachstum die US-Notenbank dazu nötigen wird, durch eine sehr restriktive Geldpolitik eine „harte Landung“ der Wirtschaft herbeizuführen.

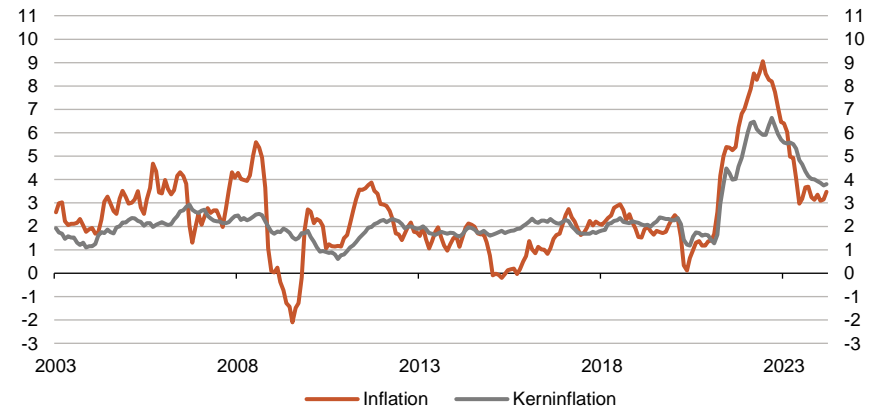
USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



Kein Handlungsbedarf bei der Fed

- Da es so aussieht, als ob die US-Wirtschaft weiterhin mit einer Geschwindigkeit wächst, die über ihrer Trendrate von 2 % liegt, und die Disinflation zuletzt ins Stocken geraten ist, hat Fed-Präsident Jerome Powell angedeutet, dass die Fed es nicht eilig hat, ihren geldpolitischen Kurs anzupassen.
- Die Fed wird den Leitzins voraussichtlich bis kurz vor Ende des Jahres bei 5,25 bis 5,50 % belassen. Im Anschluss ist dann bis Herbst 2025 mit insgesamt 4 Zinsschritten zu rechnen, sodass die Zinsspanne dann bei 4,25 bis 4,50 % notiert.

USA Inflation (in %, ggü. Vorjahr)



Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

BIP-Wachstum (in %)

Inflation (in %)

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.04.2024

* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

** Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



03

Aktien



Marktentwicklung

Aktienmärkte verlieren an Schwung

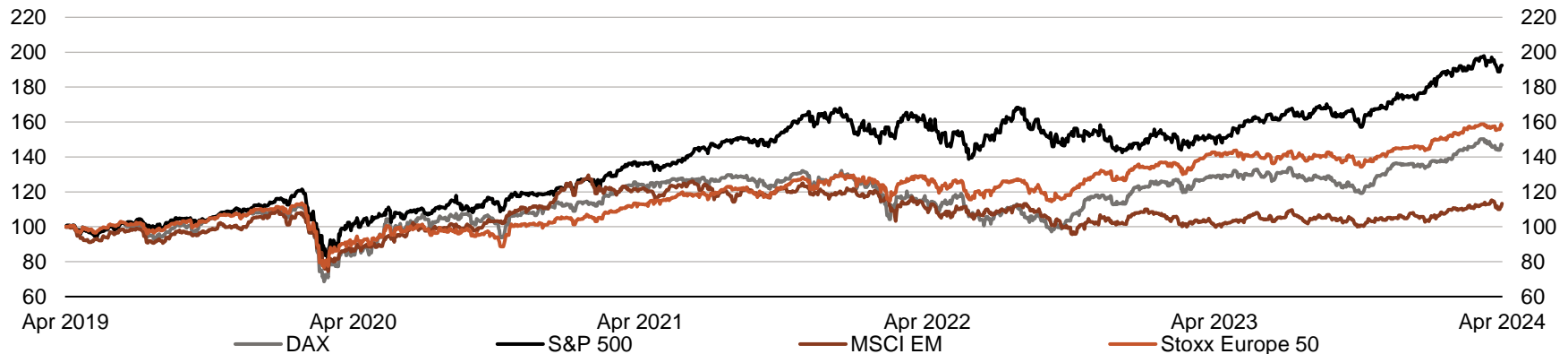


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volatile Seitwärtsbewegung an den Aktienmärkten bis zu den US-Wahlen

- Nach der starken Performance seit Jahresstart verloren die Aktienmärkte zuletzt an Schwung. Höher als erwartet ausgefallene US-Inflationsdaten verunsicherten die Anleger und drückten auf die Kurse. Zusätzlich belastete die Eskalation im Nahen Osten die Märkte und die negativen Aussichten im Chipsektor im Zuge der Q1-Berichtssaison den in den letzten Monaten stark gelaufenen Technologiesektor. Entsprechend kippte auch die Stimmung der US-Privatanleger: Während seit Jahresbeginn die Bullen dominierten, halten sich aktuell Bullen und Bären die Waage. Die anhaltend hohe Positionierung und das anscheinend gebrochene Momentum im S&P 500 sorgen für zusätzliche Marktanfälligkeit, was bei weiter fallenden Märkten zu einem zusätzlichen Abbau führen könnte. Die hohe Nachfrage nach VIX-Optionen und der gestiegene Skew bei Puts deuten jedoch darauf hin, dass die Anleger bereits vorsichtiger werden und mehr Absicherungen nachfragen.
- Wir haben die jüngste Korrektur genutzt, um unsere leichte Untergewichtung in Aktien zu neutralisieren und unsere Untergewichtung in US-Aktien zu reduzieren, denn dass sich global aufhellende Wirtschaftsbild und im Zuge der Q1-Berichtssaison stabile bis leicht steigende Gewinnerwartungen dürften mittelfristig stützen. Vor dem Hintergrund potenzieller Inflations- und geopolitischer Risiken und angesichts noch hoher Positionierungen bleiben wir aber ausgewogen positioniert. Bis zu den US-Wahlen erwarten wir eine volatile Seitwärtsbewegung bei Aktien mit begrenztem Aufwärtspotenzial.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 24.04.2019 – 24.04.2024

Unternehmensgewinne

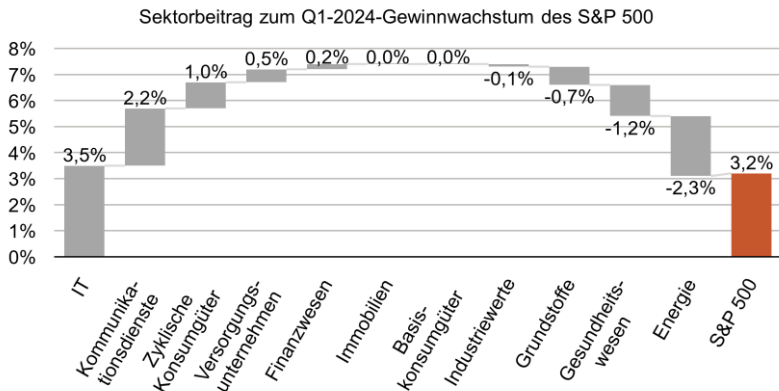
Diskrepanzen bei den Gewinnrevisionen



Q1-Berichtssaison im Anlegerblick

- Die Q1-Berichtssaison ist in vollem Gange. In den nächsten zwei Wochen werden knapp 30 % der Marktkapitalisierung des S&P 500 berichten. Der Fokus der laufenden Berichtssaison liegt vor allem auf den großen Technologiewerten.
- Neben dem IT-Sektor (Sektorbeitrag von 3,5 % zum Q1-2024-Gewinnwachstum des S&P 500) müssen auch Kommunikationsdienste und zyklische Konsumgüter in der laufenden Berichtssaison liefern, um die Markterwartungen zu erfüllen, während Rohstoffsektoren (Sektorbeitrag von -2,3 % zum Q1-2024-Gewinnwachstum des S&P 500) Überraschungspotenzial bieten.

Rohstoffsektoren mit Überraschungspotenzial



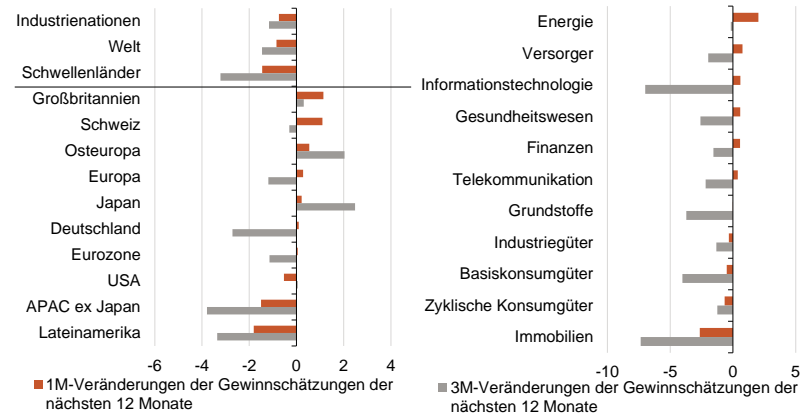
Quelle: J.P. Morgan Flows and Liquidity Team

Stand: 15.04.2024

Positive Gewinnrevisionen bei Banken und Rohstoffaktien

- Die Analysten haben ihre Gewinnschätzungen im Aggregat im letzten Monat weiter nach unten korrigiert. Für die Industrieländer ist das erwartete Gewinnwachstum für 2024 zuletzt gesunken und liegt nun nicht mehr bei den sehr optimistischen 10 %. Für die USA wird jedoch weiterhin ein Gewinnwachstum von rund 10 % erwartet.
- Im Zuge der Q1-Berichtssaison scheinen sich die US-Gewinnerwartungen jüngst aber zu stabilisieren. Auch in Europa sind die Gewinnerwartungen tendenziell gestiegen.
- Auf Sektorebene haben zuletzt vor allem Value-Sektoren wie Banken und Rohstoffaktien positive Gewinnrevisionen verzeichnet. Immobilienaktien litten hingegen unter den steigenden Zinsen.

Negative Gewinnrevisionen vor allem bei Schwellenländern



Quelle: FactSet, eigene Berechnungen

Stand: 25.04.2024

Performance und Bewertung

Bewertungsnormalisierung nach jüngster Korrektur

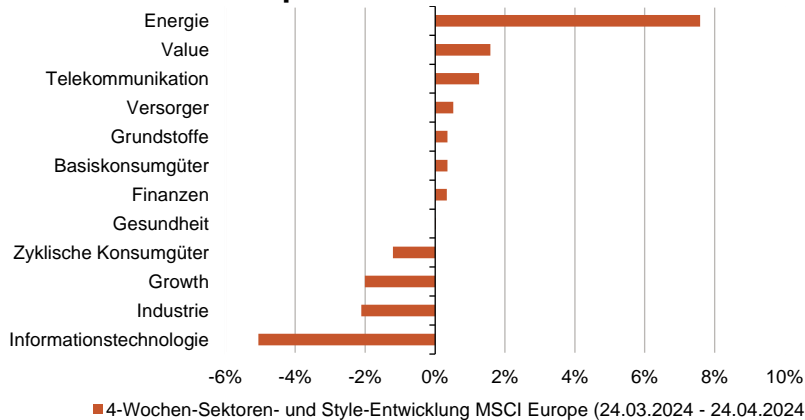


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Nur Energie- und Grundstoffaktien zuletzt im Plus

- In den letzten vier Wochen haben sich die Aktienmärkte insgesamt schwer getan. Lediglich der Energiesektor entwickelte sich in Europa stark positiv. Solide Wirtschaftsdaten und vor allem die Verschärfung des Nahostkonflikts haben zu einem weiteren Anstieg der Risikoprämien für Energierohstoffe und zu einer (befürchteten) Angebotsverknappung geführt. Auf regionaler Ebene stützte die starke Performance des Rohstoff- und Bankensektors entsprechend britische Aktien.
- Im Gegensatz dazu litten Technologieaktien in den letzten vier Wochen unter dem nachlassenden KI-Optimismus nach vorsichtigen Ausblicken einiger Halbleiterunternehmen.

Schwächerer KI-Optimismus setzt Tech-Aktien unter Druck



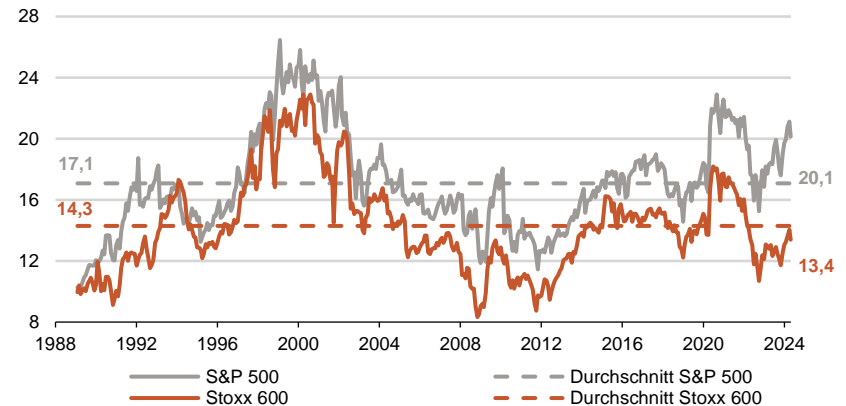
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 24.03.2024 - 24.04.2024

Bewertungseinengung bei europäischen und US-Aktien

- Der starke Anstieg der Anleiherenditen seit Jahresbeginn (die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen liegt aktuell wieder über 4,7 % und damit auf dem Niveau von November 2023) scheint nun auch bei den Bewertungen Spuren zu hinterlassen.
- Das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den S&P 500 ist zwar immer noch historisch hoch (20,1x vs. historischer Durchschnitt seit 1987 von 17,1x), ist aber zuletzt immerhin etwas gesunken und liegt nun ebenfalls auf dem Niveau von November 2023.

US-Aktien nähern sich historischem Bewertungsniveau



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

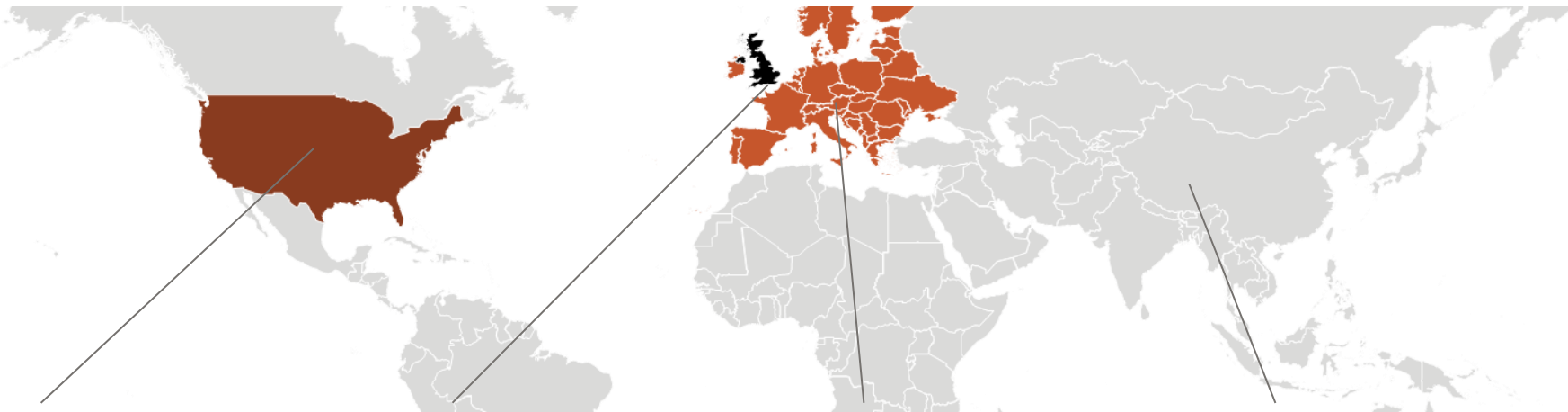
Zeitraum: 01.01.1988 – 24.04.2024

Aktien Allokation

Übergewicht in EM und Europa ex. UK



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Leicht untergewichten

- Die hohe Gewichtung von US-Mega Caps und die weiterhin höhere Bewertung von US-Aktien machen die Region gegenüber eher günstigen Regionen wie Europa oder Schwellenländern weniger attraktiv. Auf der anderen Seite bleibt die US-Wirtschaft überraschend robust und die KI-Euphorie begünstigt derzeit insbesondere US-Aktien.
- Innerhalb der Aktienregionen sind wir nach der jüngsten Aufstockung im April US-Aktien nur noch leicht untergewichtet.

Großbritannien

Neutral

- Britische Aktien sind im Vergleich zu vielen anderen Regionen günstig. Auf Indexebene haben UK-Aktien ein eher defensives sowie rohstoffreiches Profil, was sich in einem Umfeld von hoher Inflation und geopolitischen Risiken auszahlen sollte.

Europa ex. UK

Leicht untergewichten

- Europäische Unternehmen weisen trotz der guten Entwicklung seit Jahresanfang keine hohe Bewertung auf. Die aktuell schwierige Konjunktursituation erscheint somit größtenteils in den Preisen reflektiert. Sollte sich die Konjunktur erholen, besteht deutliches Erholungspotenzial.
- Wir sind Europa ex UK leicht untergewichtet. Wir sehen Chancen in europäischen Nebenwerten und breit gestreuten US-Aktien.



Schwellenländer

Übergewichten

- Lateinamerikanische Aktien bieten eine Value-lastige Portfolioergänzung. Neben den günstigen Bewertungen spricht bei einer Konjunkturerholung auch das hohe Rohstoff-Exposure der Region für eine relative Outperformance, zumal die Region im Zinszyklus bereits weiter fortgeschritten ist und eine Lockerung der Geldpolitik sowohl das Gewinnwachstum als auch die Bewertungen stützen dürfte.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

	Aktuell			Ø*
Indexprognosen	24.04.2024	31.12.2024	30.06.2025	in 12 Monaten
S&P 500	5.072	5.300	5.500	5.717
DAX	18.089	18.500	20.000	20.822
Euro Stoxx 50	4.990	5.100	5.400	5.528
MSCI Großbritannien	2.305	2.300	2.400	2.611
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	4,5	8,4	12,7
DAX	-	2,3	10,6	15,1
Euro Stoxx 50	-	2,2	8,2	10,8
MSCI Großbritannien	-	-0,2	4,1	13,3

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.04.2024

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

Die Wege der Zentralbanken trennen sich

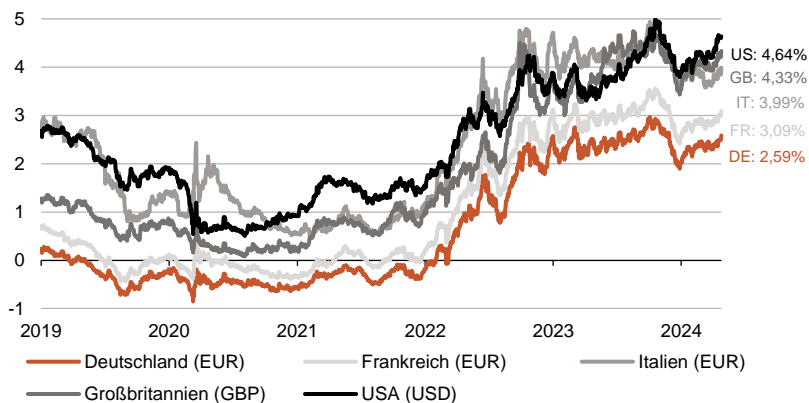


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Zinssenkungsaussichten der Fed in Gefahr

- Eine Überraschung nach oben in den US-Inflationsdaten im März – die dritte in Folge in diesem Jahr – stellten den Zinssenkungsausblick der Fed für dieses Jahr in Frage, so dass die eingepreisten Zinssenkungserwartungen weiter zurückgingen und die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen auf den höchsten Stand seit November 2023 stieg.
- Die bevorstehende Ankündigung der vierteljährlichen Refinanzierung durch das US-Finanzministerium dürfte mehr Klarheit über die Versorgung des Marktes mit kurzfristigen Treasuries bringen, während die unerwartet hohen Steuereinnahmen dem Finanzministerium helfen dürften, die Emission kurzfristiger Treasuries in den kommenden Monaten zu reduzieren.

Steigende Renditen seit Jahresbeginn auf breiter Front



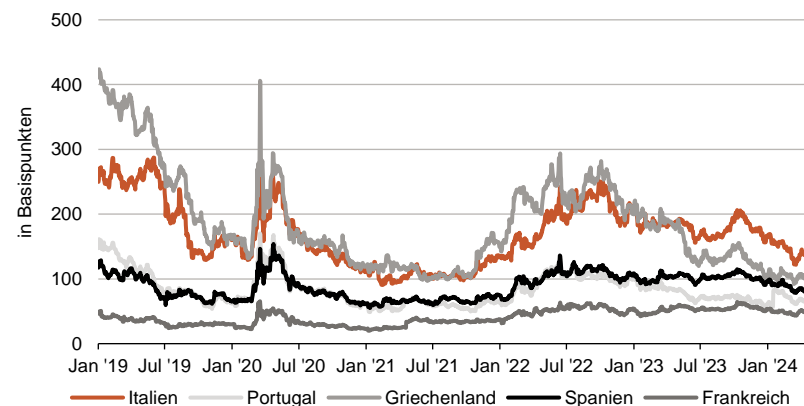
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2019 – 24.04.2024

EZB bereitet sich auf die erste Zinssenkung vor

- Im Gegensatz zur US-Inflationsentwicklung zeigten die März-Daten für die Eurozone erneut ein positives Bild bei der Inflationsbekämpfung, was die Erwartungen auf eine erste Zinssenkung der EZB im Sommer steigen ließ. Allerdings gerieten auch europäische Staatsanleihen im Zuge des US-Renditeanstiegs zuletzt unter Druck.
- Unterschiedliche Inflationsentwicklungen dies- und jenseits des Atlantiks und damit höchstwahrscheinlich auch unterschiedliche Zinssenkungspfade von FED und EZB sorgten zuletzt für eine weitere Ausweitung der Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen deutschen und US-amerikanischen Staatsanleihen.

Risikoaufschläge von Peripheriestaaten weiter rückläufig



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen,
(Spread 10-jähriger Staatsanleihen ggü. Bunds)

Zeitraum: 01.01.2019 – 24.04.2024

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Euro IG, EM-Lokalwährungssegment weiterhin attraktiv

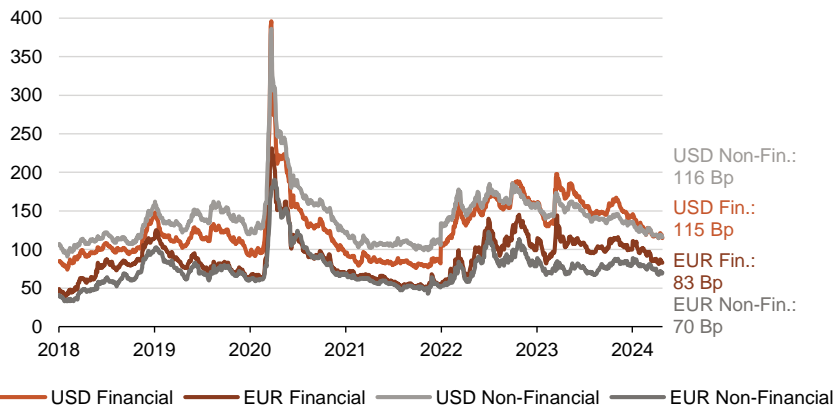


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Unternehmensanleihen: Idiosynkratischer Stress in HY

- Das Segment der hochverzinslichen Unternehmensanleihen ist in letzter Zeit aufgrund einer Reihe von Ausfällen leicht unter Druck geraten, wird aber weiterhin durch technische Faktoren gestützt, insbesondere durch hohe Zuflüsse in Collateralized Loan Obligations (CLOs). Trotz reger Primärmarktaktivität gelingt es einigen schwachen Emittenten nicht, sich am Kapitalmarkt zu refinanzieren.
- Die relative Bewertung des Investment-Grade-Segments in Verbindung mit soliden Bilanzen und großzügigen Liquiditätsreserven der meisten Emittenten sowie historisch hohen Mittelzuflüssen bleibt im langfristigen Vergleich weiterhin attraktiver als der High-Yield-Bereich.

Zuletzt weiter fallende Spreads im IG- und HY-Bereich



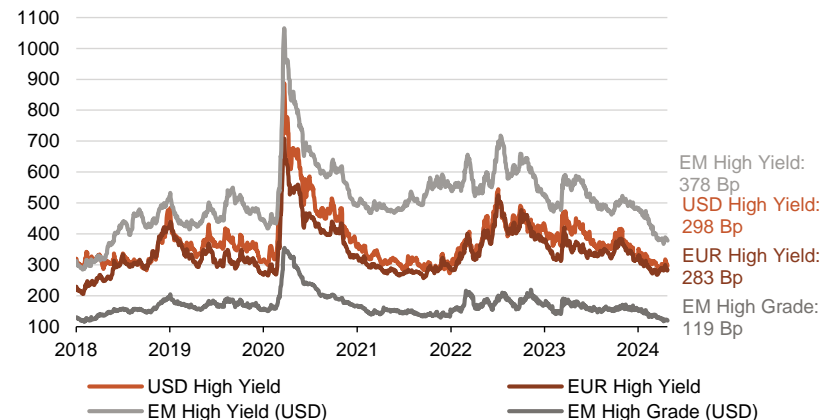
Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 25.04.2024

Schwellenländer: Lokalwährungssegment attraktiv

- Staats- und Unternehmensanleihen der EM-Länder verzeichneten im vergangenen Monat weitere Mittelabflüsse, obwohl starke Zuflüsse von lokalen Banken und Versicherungen für technische Unterstützung sorgten und sich die Risikoaufschläge weiter einengten. Zuletzt belasteten jedoch höhere Renditen von US-Staatsanleihen und damit einhergehend höhere lokale Realrenditen die Schwellenländeranleihen.
- Positive Konjunkturüberraschungen in Verbindung mit einem anhaltenden Disinflationstrend in den Schwellenländern und längerfristig höheren US-Zinsen dürfte die Attraktivität des Lokalwährungssegments weiter stützen.

EM-Spreads trotz Abflüsse weiter rückläufig



Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 25.04.2024

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



Kernsegmente



Staatsanleihen Untergewichten

- Da die Schwankungsbreite der Makrodaten weiterhin erhöht ist, dürfte die Zinsvolatilität bei sicheren Staatsanleihen ebenfalls erhöht bleiben.
- Besicherte Pfandbriefe weisen ein ähnliches Kreditrisikoprofil auf, bieten aber eine höhere Rendite. Dieses Risiko-Ertragsprofil erscheint uns im Vergleich zu Staatsanleihen attraktiver.



Unternehmensanleihen Übergewichten

- Wir bevorzugen weiterhin den IG-Bereich von Unternehmensanleihen, fokussieren uns hier aber weiterhin eher auf kürzere Laufzeiten. Die allermeisten Emittenten überzeugen unverändert mit soliden Bilanzen und großzügigen Liquiditätsreserven. Bei der Sektorauswahl konzentrieren wir uns auf defensive Industrien und meiden zyklische.
- Finanzanleihen bieten weiterhin eine Überrendite gegenüber Nicht-Finanzanleihen und weisen zudem bessere Unternehmenskennzahlen aus. Wir präferieren diese daher nach wie vor.



Weitere Segmente



Schwellenländeranleihen Übergewichten

- Anleihen in Lokalwährung bleiben aufgrund hoher Realrenditen, positiver Konjunkturüberraschungen in Verbindung mit einem anhaltenden Disinflationstrend in den Schwellenländern und längerfristig höheren US-Zinsen weiterhin attraktiv.
- Bei Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern präferieren wir Staatsanleihen gegenüber IG-Unternehmensanleihen aufgrund höherer Rendite sowie längerer Duration.



Hochzinsanleihen Übergewichten

- Angesichts sich abschwächender Fundamentaldaten sowie historisch niedriger Risikoaufschlägen im Hochzinsanleihen-Segment, sind wir insgesamt vorsichtig, sehen aber selektiv interessante Chancen.
- Sonderthemen wie Finanznachträge von bonitätsstarken Banken und Versicherern sowie Katastrophenanleihen erachten wir weiter als attraktiv.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte

	24.04.2024	31.12.2024		30.06.2025	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	5,25-5,50	5,00-5,25	4,90	4,50-4,75	4,30
10J US-Rendite	4,64	4,70	4,04	4,70	3,92
Eurozone					
Leitzins	4,50	3,40	3,20	2,90	2,70
10J Bund-Rendite	2,59	2,40	2,17	2,60	2,16
Großbritannien					
Leitzins	5,25	4,50	4,30	4,00	3,60
10J Gilts-Rendite	4,33	4,30	3,54	4,30	3,46

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.04.2024

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

Fundamentales Gleichgewicht, geopolitischer Hedge

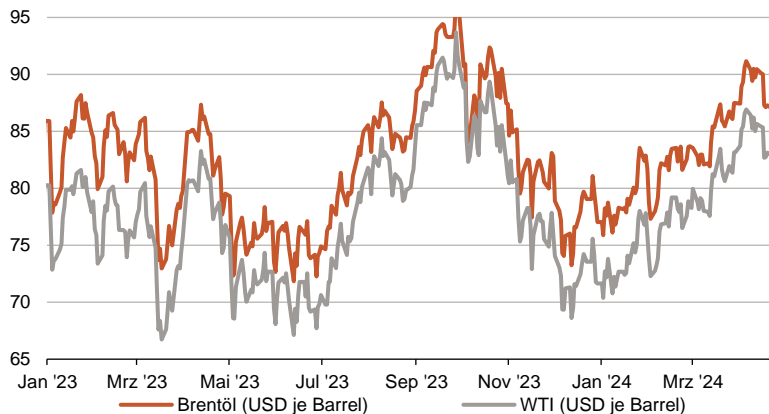


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

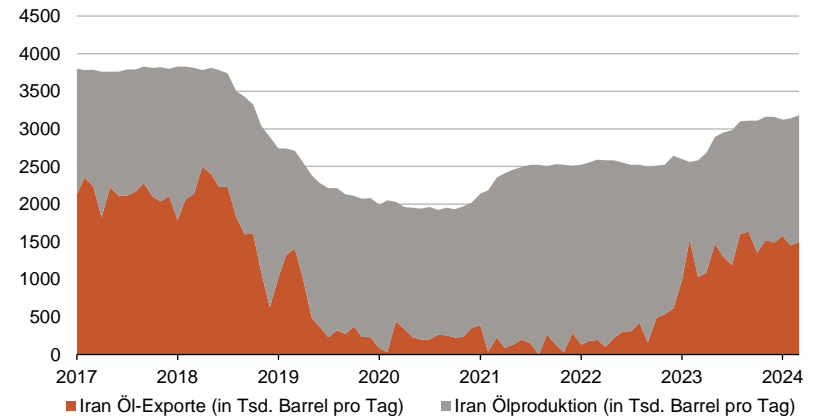
Öl kurzfristig getrieben von Geopolitik, während fundamental Angebot und Nachfrage sich die Waage halten

- Der Ölpreis wurde im April über vor allem von den geopolitischen Entwicklungen im Nahen Osten bestimmt, schwankte letztlich allerdings seitwärts. Mit dem Angriff des Iran auf Israel stieg die Sorte Brent zunächst erstmals seit Oktober letzten Jahres wieder über die Marke von 90 USD je Barrel. Da allerdings größere Vergeltungsmaßnahmen Israels ausblieben, preiste der Markt die geopolitische Risikoprämie zum Teil wieder aus.
- Jenseits der Konfliktherde scheint der Markt derzeit fundamental in etwa ausgeglichen zu sein. Die Nachfrage dürfte bei anhaltender Konjunkturerholung weiter anziehen. Das Angebot der Nicht-OPEC-Staaten, allen voran die US-Produktion, dürfte im Vergleich zum letzten Jahr nur mit vermindertem Tempo wachsen. Gleichzeitig ließ allerdings die Compliance an die selbstverordneten Kürzungen innerhalb der OPEC zuletzt nach. Zudem verfügen die Mitglieder über erhebliche freie Kapazitäten und könnten eine überraschend starke Nachfrage bedienen.
- Bleibt also eine Eskalation im Nahen Osten aus und damit die dortige Öl-Infrastruktur intakt, dürfte der Ölpreis weiter volatil seitwärts schwanken. Sollte sich hingegen Israel die iranische Ölproduktion zum Ziel nehmen und/oder die USA derzeit noch im Kongress diskutierte scharfe Sanktionen verhängen, dürfte sich die globale Angebotssituation verschärfen. Ein Tail-Risiko bleibt eine Einschränkung der Straße von Hormuz, durch die 17 % der globalen Nachfrage transportiert wird.

Ölpreis schwankt mit geopolitischer Entwicklung



Iran ist der dritt größte Produzent innerhalb der OPEC



Edel- und Industriemetalle

Kurzfristig ambitionierte Preise, mittelfristig weiter attraktiv

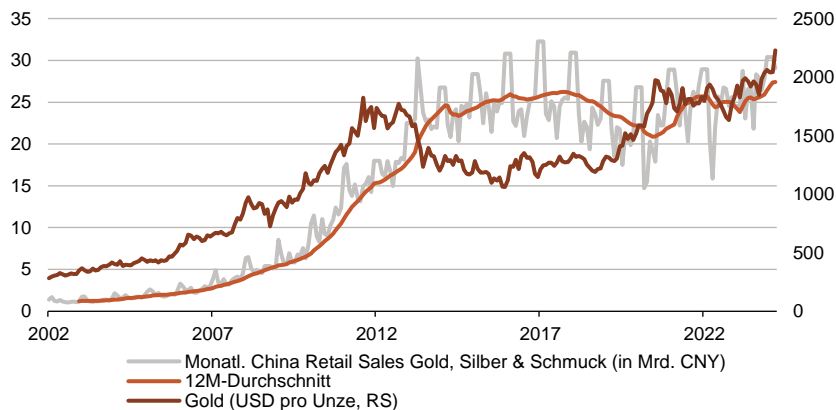


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold: aktuell teuer, aber wichtiger realer sicherer Hafen

- Nach zahlreichen Allzeithochs prallte Gold zuletzt an der Marke von 2.400 USD ab. Vor allem EM-Privatinvestoren und -Zentralbanken sowie systematische Momentumstrategien dürften die Rallye getrieben haben.
- Die Mehrheit der professionellen Investoren im Westen hält hingegen nach einer Umfrage der Bank of America Gold für überbewertet, was sich nicht zuletzt in stetig fallenden ETF-Beständen widerspiegelt. Kurzfristig scheint Gold auch angesichts gestiegener Zinsen und dem stärkeren Dollar heiß gelaufen. Wir haben daher unser Übergewicht leicht reduziert. Mittel- bis langfristig bleibt Gold als realer sicherer Hafen bei anhaltender Inflation und geopolitischen Eskalationen ein wichtiger Portfoliobestandteil.

12M-Goldverkäufe in China auf Allzeithoch



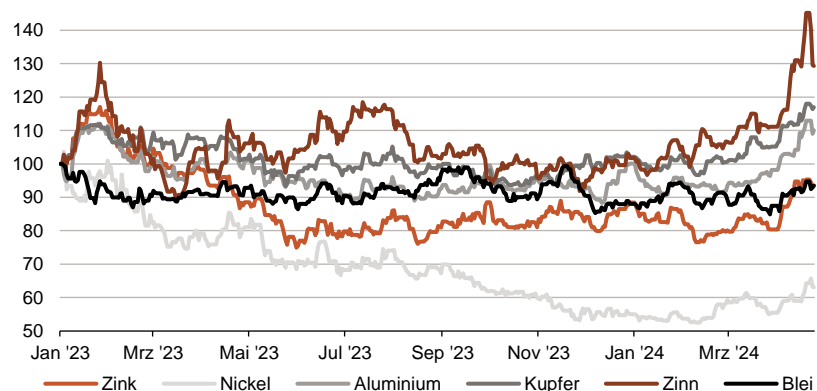
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2002 – 31.03.2024

Metalle: kurzfristig Konsolidierung, mittelfristig attraktiv

- Industriemetalle legten über den letzten Monat in der Breite kräftig zu. Kupfer, Aluminium, Nickel und Zink verzeichneten alle Gewinne größer 10 %. Damit gehören Industriemetalle mittlerweile zu den besten Anlagen seit Jahresbeginn. Sie profitierten zuletzt vor allem von der steigenden Aktivität im verarbeitenden Gewerbe und den neuen Restriktionen der USA und Großbritanniens auf russische Metallexporte.
- Nach der scharfen Rallye scheint kurzfristig eine Konsolidierung wahrscheinlich. Mündet die Erholung in der Industrie in einem tatsächlichen Aufschwung, dürften Industriemetalle aber weiteres Aufwärtspotenzial haben, denn das Angebot bleibt strukturell knapp.

Kräftige Rallye an den Metallmärkten



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2023 – 24.04.2024



06

Währungen



Marktentwicklung

Geld & Währung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Derzeit spricht einiges für den Dollar

- Derzeit verleihen dem US-Dollar einige Faktoren Rückenwind. Die starke US-Wirtschaft, eine US-Notenbank, die von Zinssenkungen in nächster Zeit voraussichtlich absehen wird und wiederaufflammende geopolitische Risiken die den Greenback in seiner Funktion als sicherer Hafen zusätzlicher Nachfrage generieren. Hinzu kommt die weiterhin schwächelnde Konjunktur in der Eurozone und so sank der Wechselkurs zuletzt bis auf knapp 1,06 US-Dollar je Euro.
- In den kommenden Monaten könnten aber einige der Faktoren, die derzeit den US-Dollar stützen nachlassen.

Wechselkurs EUR/USD



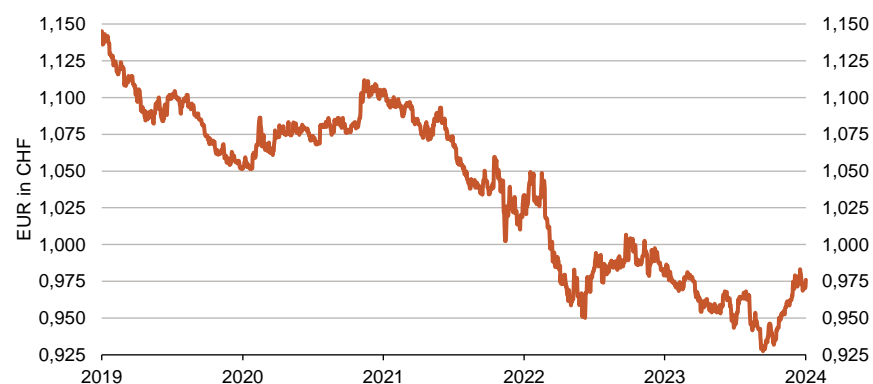
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 04/2019 – 04/2024

Leichte Euro-Erholung im Jahresverlauf möglich

- Die US-Konjunktur wird bis zum Jahresende voraussichtlich etwas an Schwung verlieren, wohingegen die Wirtschaft in der Eurozone, auch gestützt durch Zinssenkungen, wieder etwas anziehen könnte. Wir rechnen daher bis zum Jahresende mit moderaten Kursgewinnen für den Euro bis etwa 1,08 US-Dollar je Euro.
- Die geopolitischen Risiken haben zuletzt auch den Franken erstarren lassen. Eine zu starke Währung wird die SNB aber nicht zulassen. Wir rechnen bis Jahresende mit einer Seitwärtsbewegung bei 0,97 Franken je Euro.

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Bloomberg



Zeitraum: 04/2019 – 04/2024

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

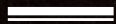
	24.04.2024	31.12.2024		30.06.2025	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,07	1,08	1,09	1,12	-
EUR/GBP	0,86	0,85	0,85	0,85	-
EUR/CHF	0,98	0,96	0,99	0,97	-
EUR/JPY	166	148	157	140	-
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-0,9	-1,8	-4,5	-
GBP	-	1,0	1,0	1,0	-
CHF	-	2,0	-1,1	0,9	-
JPY	-	12,3	5,9	18,7	-

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.04.2024

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



Impressum





BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Impressum



Berenberg

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

Telefon +49 40 350 60-0

Telefax +49 40 350 60-900

Herausgeber

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA

Chefstrategie Wealth and Asset Management

Autoren

Ulrich Urbahn, CFA

Leiter Multi Asset Strategy & Research

Ludwig Kemper, CFA

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Philina Kuhzarani

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Konstantin Ignatov

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Felix Schmidt

Senior Economist

Kontakt

www.berenberg.de

MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de