



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

September | 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](http://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 29.08.2024



# Inhaltsverzeichnis

<b>01</b>	<b>Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt</b> Antizyklisch die Aktienquote wieder erhöht	4
<b>02</b>	<b>Volkswirtschaft</b> Geteiltes Konjunkturbild in der Eurozone, US-Wirtschaft setzt zur Landung an	9
<b>03</b>	<b>Aktien</b> Aktienmärkte im August mit V-Erholung	14
<b>04</b>	<b>Anleihen</b> Powell gibt grünes Licht für Zinssenkung im September	20
<b>05</b>	<b>Rohstoffe</b> Öl im Seitwärtstrend, Gold auf Allzeithoch, Industriemetalle am Beginn der Erholung	25
<b>06</b>	<b>Währungen</b> Powell schickt den Dollar auf Talfahrt	28

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://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 (30.07.24 - 27.08.24)	■ YTD (29.12.23 - 27.08.24)	27.08.23	27.08.22	27.08.21	27.08.20	27.08.19
Industriemetalle	5,5	6,9	7,5	-14,4	18,6	36,2	-0,5
REITs	2,1	6,2	14,2	-21,5	5,7	27,3	-15,5
Gold	1,2	20,8	27,2	1,8	13,1	-5,6	17,3
Aktien Industrienationen	0,6	15,2	22,9	1,6	3,2	30,1	11,0
EUR Staatsanleihen	0,6	1,1	5,1	-2,9	-8,6	0,8	-0,6
EUR Unternehmensanleihen	0,4	2,4	7,7	-0,7	-12,4	2,7	-0,8
Euro-Übernachteinlage	0,3	2,6	4,0	2,2	-0,5	-0,6	-0,5
Aktien Emerging Markets	-0,4	8,5	12,3	-8,4	-3,7	16,1	11,5
Aktien Frontier Markets	-0,6	9,4	8,6	-9,4	-0,9	33,4	-12,0
Brent	-1,4	10,4	3,0	-11,0	104,4	59,1	-30,1
Globale Wandelanleihen	-1,5	1,8	4,6	-8,0	-6,7	25,0	25,4
USD/EUR-Wechselkurs	-3,3	-1,3	-3,5	-7,7	18,4	0,2	-6,2

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: 27.08.2019 – 27.08.2024

# Kapitalmarkt kompakt

## Ausblick nach Anlageklassen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Volkswirtschaft



- Geteiltes Konjunkturbild in der Eurozone.
- Wirtschaft in Großbritannien im Aufschwung.
- US-Konjunktur setzt zur Landung an.

### Aktien



- Rezessions Sorgen, negative Sommersaisonalität und Auflösung von Carry Trades führten Anfang August zu einem Abverkauf.
- Positive Konjunktur- und Zentralbankensignale, Aktienrückkaufprogramme und niedrige Volatilität brachten dann eine V-Erholung.
- Blackout-Periode, Saisonalität und US-Präsidentenwahl bergen zwar Rückschlagrisiken, bessere Konjunktur und Zentralbankwende aber auch Aufwärtspotenzial. Eine ausgewogene Positionierung ist erforderlich.

### Anleihen



- Powell gibt grünes Licht für Zinssenkung im September. Nachfrage nach chinesischen Staatsanleihen bleibt hoch.
- Europäische Unternehmensanleihen bleiben fundamental weiterhin gut unterstützt.
- Schwacher Dollar als Rückenwind für Schwellenländeranleihen.

### Alternative Investments / Rohstoffe



- Geopolitik dominiert kurzfristig den Ölpreis, die OPEC+ aber das fundamentale Gleichgewicht.
- Gold auf Allzeithoch dank gefallener Realzinsen und schwächerem Dollar. ETF-Flows haben ins Positive gedreht.
- Industriemetalle trotz schwachen verarbeitenden Gewerbes mit Erholung. Mehr Potenzial bei steigender Industrieaktivität.

### Währungen



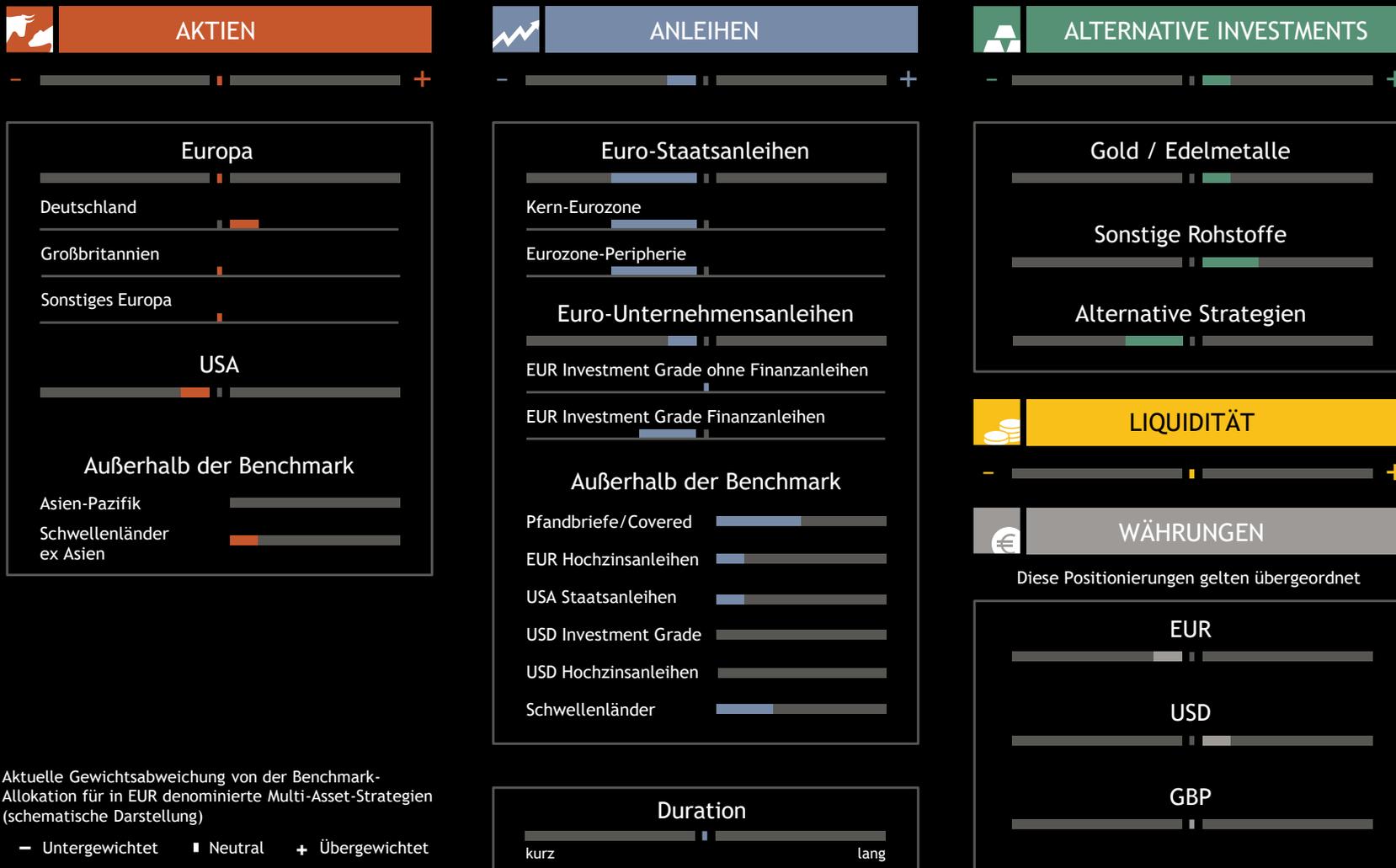
- Powell schickt den Dollar auf Talfahrt.
- Markterwartungen an Fed-Leitzinssenkungen etwas überzogen.
- Schweizerische Nationalbank und EZB im Gleichschritt.



# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

### Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



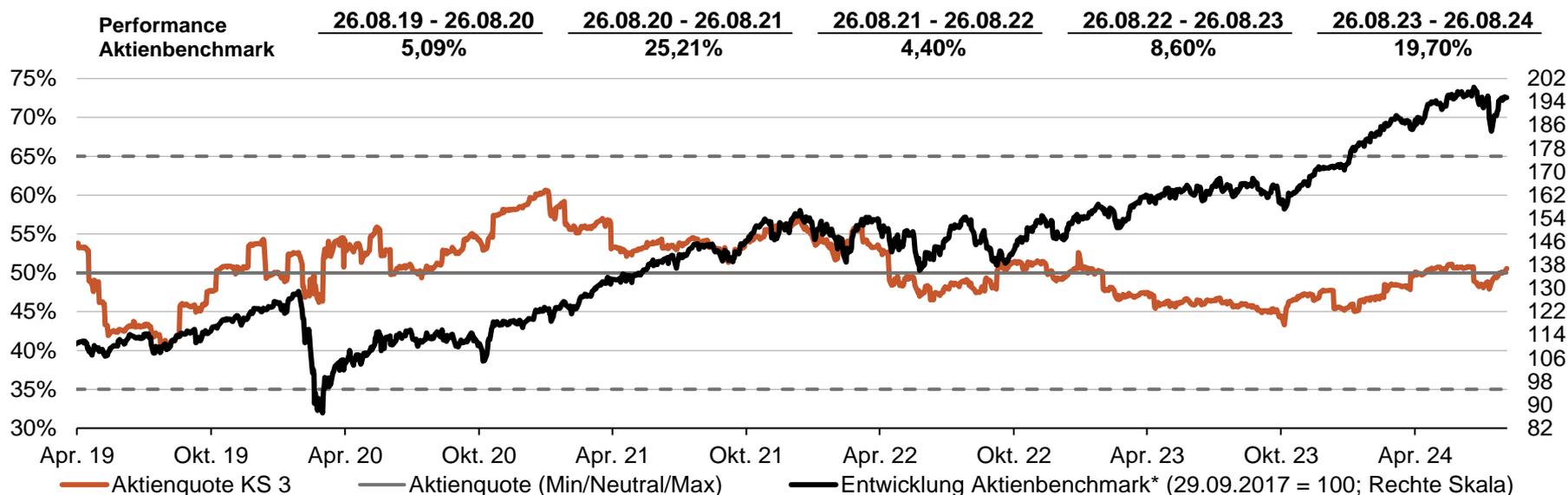
Aktuelle Gewichtsabweichung von der Benchmark-Allokation für in EUR denominierte Multi-Asset-Strategien (schematische Darstellung)

# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Rückblick für die Kernstrategie 3

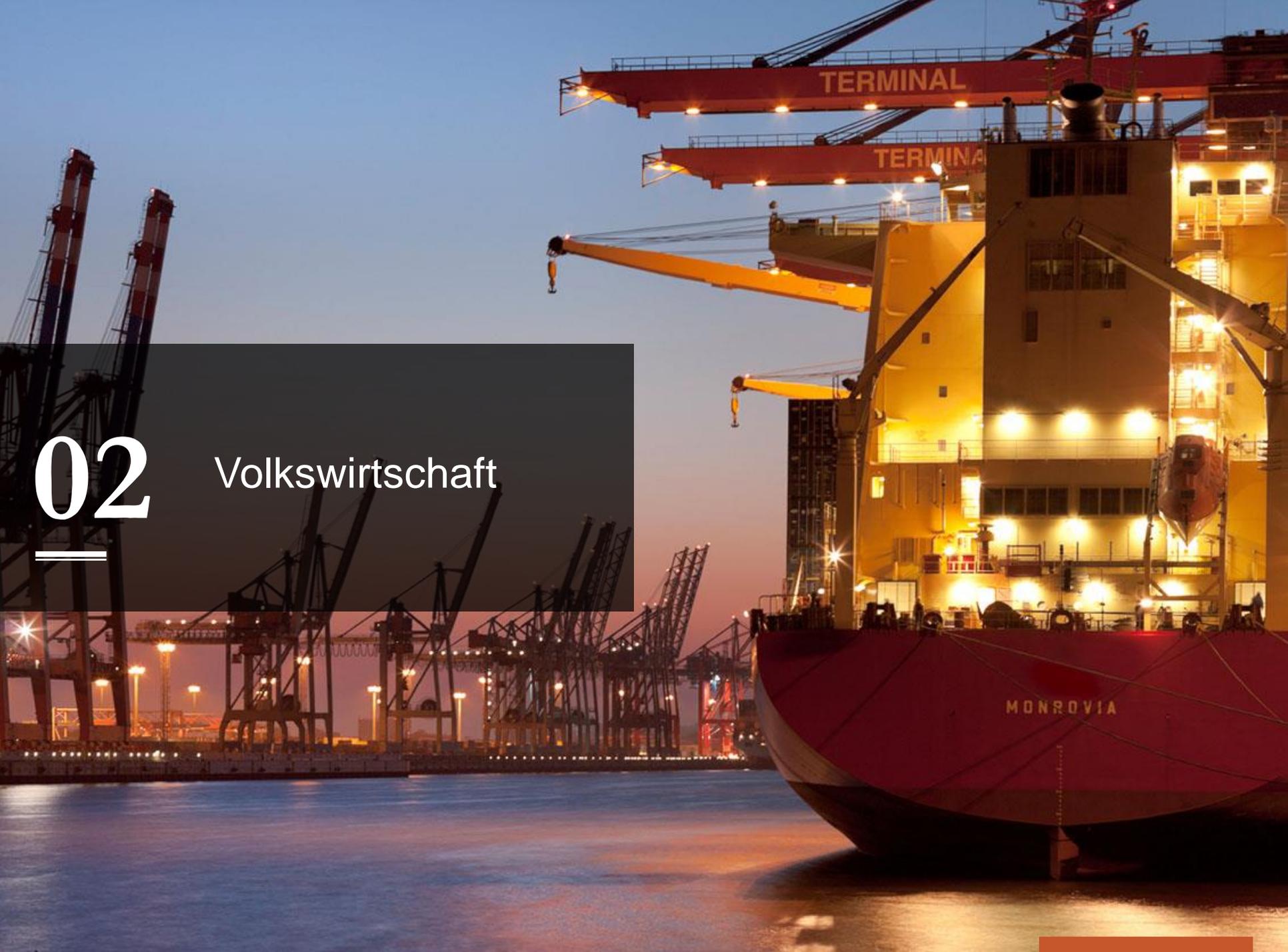


### Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg \*„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 26.08.2019 – 26.08.2024  
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Nach der starken ersten Juli-Hälfte von Aktien und angesichts der ambitionierten Bewertungen sowie einer erhöhten Pro-Risiko-Positionierung der Marktteilnehmer hatten wir antizyklisch Gewinne mitgenommen und unserer Aktienquote um netto 2Pp auf unter 50 % reduziert. Dabei hatten wir insbesondere zyklisches Exposure abgebaut. Beispielsweise hatten wir unsere Restposition in lateinamerikanischen Aktien, die uns 2022 und 2023 sehr gute Dienste erwiesen hat, komplett geschlossen. Im Gegenzug hatten wir defensivere Titel sowie die Kasse erhöht.
- Den schnellen und starken Aktienmarktverkauf Anfang August haben wir genutzt, um unsere Aktienquote mittels einer Aufstockung von US-Aktien wieder auf neutral hochzufahren. Im Laufe des Monats haben wir zudem unser Credit-Exposure reduziert und die freigewordenen Mittel in ein Geldmarktprodukt investiert, um angesichts der vielfältigen Risiken (Konjunktur, Geo(-Politik), Saisonalität) und angesichts der sehr guten Entwicklung risikobehafteter Anleihen seit Jahresbeginn uns dort etwas weniger offensiv aufzustellen.



02

Volkswirtschaft

# Eurozone

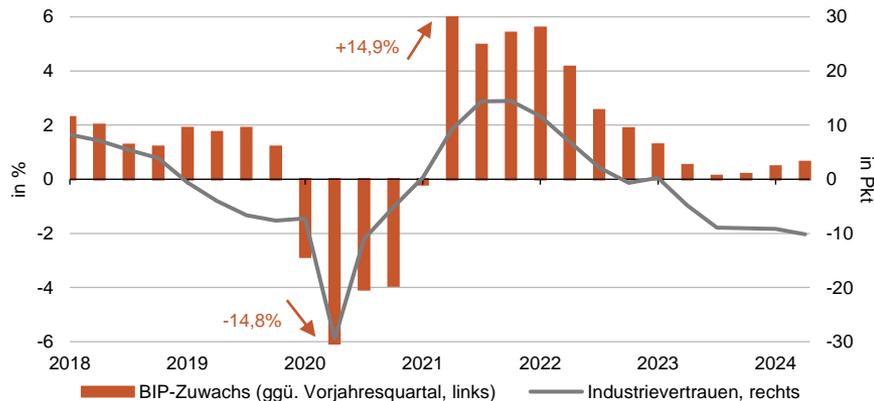
## Konjunktur- und Preisentwicklung



### Geteiltes Konjunkturbild in der Eurozone

- Die Wirtschaft in der Eurozone hat im ersten Halbjahr leicht positiv überrascht. Hauptverantwortlich dafür waren vor allem die südlichen Mitgliedsländer, wo ein Mix aus Reformen, EU-Geldern, leicht expansiver Fiskalpolitik und starkem Tourismus die Wirtschaft beflügelte. Die deutsche Konjunktur tritt dagegen seit rund zwei Jahren auf der Stelle.
- Angesichts der Wachstumsschwäche in Deutschland und einiger enttäuschender Frühindikatoren rechnen wir damit, dass das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte nicht weiter an Schwung gewinnt. Im Jahr 2025 könnte sich der Anstieg des BIP aufgrund sinkender Zinsen und steigender Reallöhne wieder beschleunigen.

### Wachstum in der Eurozone zieht nur langsam an



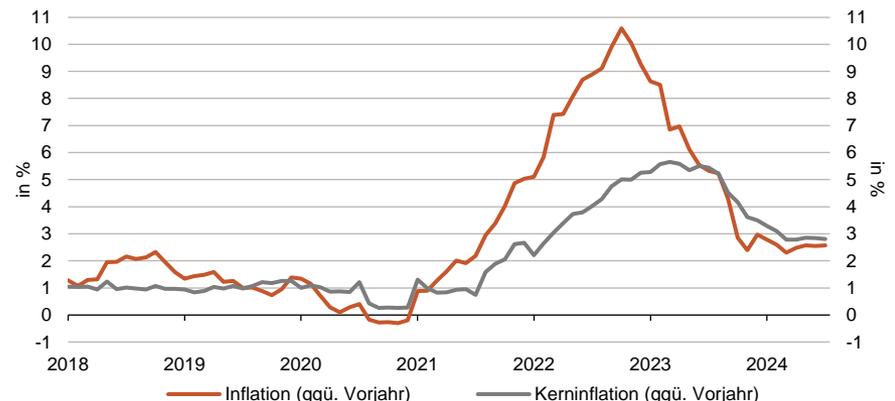
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 06/2024

### Nächste Zinssenkung voraussichtlich im September

- Die EZB hat den Einlagesatz in der Juli-Sitzung unverändert bei 3,75 % belassen. Präsidentin Lagarde gab keinerlei Hinweise darauf, ob im September die nächste Zinssenkung ansteht, und verwies erneut auf ein datenabhängiges Vorgehen. Die EZB möchte sich alle Optionen offen halten.
- Wir rechnen mit einer weiteren Zinssenkung um 25 Basispunkte im September, gefolgt von jeweils einem weiteren solchen Schritt pro Quartal, bis der Einlagesatz im Sommer 2025 bei 2,75 % liegt.

### Eurozonen-Inflationsrate bewegt sich zuletzt seitwärts



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 07/2024

# Großbritannien

## Konjunktur- und Preisentwicklung



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

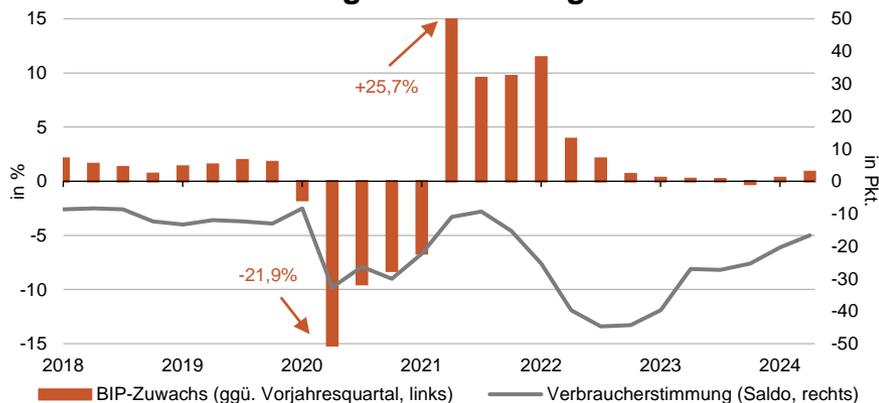
### Wirtschaft im Aufschwung

- Nach zwei Jahren der Stagnation meldete sich die britische Wirtschaft im ersten Halbjahr eindrucksvoll zurück. In Q1 und Q2 stieg das BIP um 0,7 % bzw. 0,6 % im Vorquartalsvergleich.
- Zwar dürfte die Wirtschaft dieses hohe Expansionstempo in der zweiten Jahreshälfte nicht halten können. Allerdings rechnen wir damit, dass das Vereinigte Königreich noch längere Zeit an einem soliden Aufschwung erfreuen kann – solange die Politik keine größeren Fehler begeht. Für das Gesamtjahr 2024 prognostizieren wir einen BIP-Anstieg von 1,1 %, gefolgt von 1,6 % in 2025.

### Auch die BoE beginnt die Zinswende

- Nachdem die Inflationsrate im Mai und Juni auf 2,0 % gelegen hatte, stieg sie im Juli erwartungsgemäß wieder etwas an. Auch im weiteren Jahresverlauf dürfte sie über dem Zentralbankziel verharren. Dies sollte die BoE aber nicht zu sehr beeindrucken, denn Basiseffekte vonseiten der Energiepreise tragen hierzu maßgeblich bei.
- Die BoE hat auf ihrer Sitzung im August den Leitzins erstmals um 25 Basispunkte auf nunmehr 5,0 % gesenkt. Das weitere Vorgehen will man sich offen halten. Wir rechnen mit sechs weiteren Zinsschritten um jeweils 25 Basispunkte nach unten, so dass der Leitzins Mitte 2025 bei 3,5 % liegen dürfte.

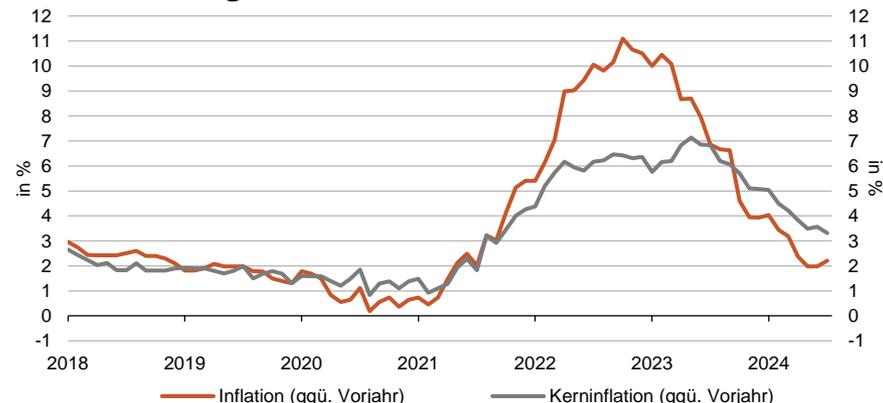
### Konsumentenstimmung hellt sich langsam auf



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 06/2024

### Kerninflation gibt weiter nach



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 07/2024

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

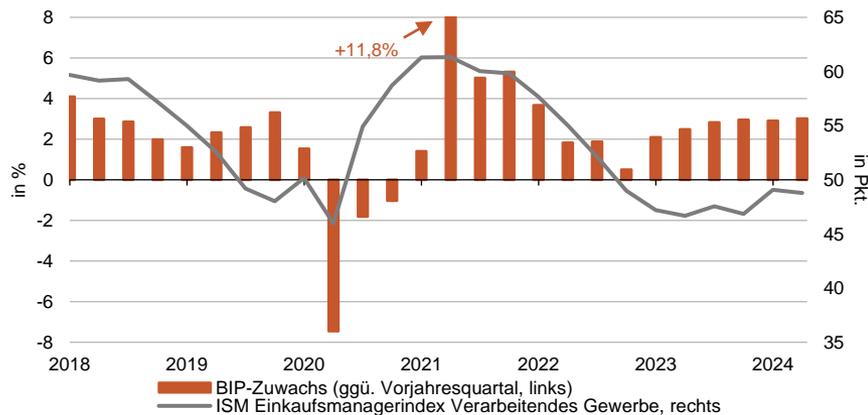


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### US-Konjunktur setzt zur Landung an

- Nach einem erneut sehr soliden Wachstum in der ersten Jahreshälfte 2024 scheint sich die US-Wirtschaft nun etwas abzukühlen. Insbesondere der Arbeitsmarkt hat zuletzt deutlich an Stärke verloren. Ein Konjunkturereinbruch ist jedoch nicht in Sicht und eine sanfte Landung scheint weiterhin möglich.
- Stützend wirken weiterhin die expansive Fiskalpolitik und der stabile private Konsum. Belastend wirkt hingegen die nach wie vor restriktive Geldpolitik, wobei eine erste Leitzinssenkung in greifbare Nähe gerückt zu sein scheint. Für die zweite Jahreshälfte rechnen wir mit einer leichten Abkühlung, so dass sich für das Gesamtjahr 2024 eine BIP-Wachstumsprognose von 2,5 % ergibt.

### US-Wachstum weiterhin robust



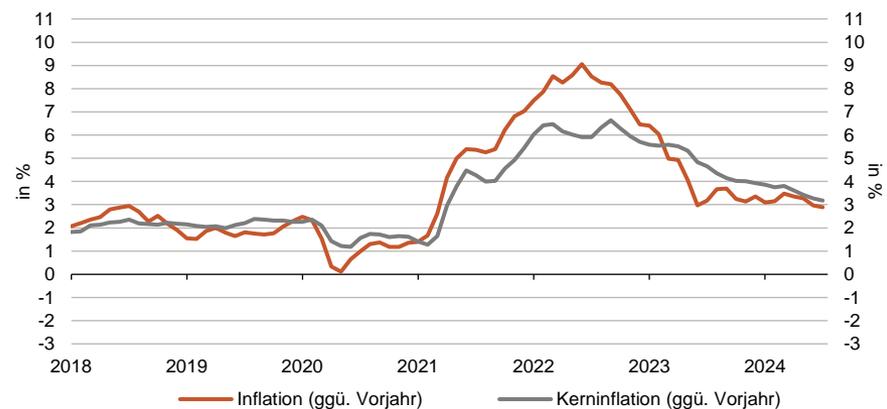
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 06/2024

### Zinswende steht vor der Tür

- Fed-Chef Jerome Powell hat im Rahmen des Notenbankertreffens in Jackson Hole signalisiert, dass die US-Währungshüter die Leitzinsen bald senken werden, um eine weitere Abschwächung des US-Arbeitsmarktes zu verhindern. Damit ist die geldpolitische Richtung nun klar - Höhe und Abfolge weiterer Zinsschritte sind laut Powell aber noch offen.
- Wir erwarten eine erste Zinssenkung im September um 25 Basispunkte. Danach erwarten wir vier weitere Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte, so dass das Leitzinsband im Sommer 2025 bei 4,0 % bis 4,25 % liegen dürfte.

### Inflationsrate bewegt sich weiter Richtung 2%-Ziel



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 07/2024

# Prognosen

## Wichtigste Einschätzungen im Überblick

### BIP-Wachstum (in %)

### Inflation (in %)

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.08.2024

\* 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 im August mit V-Erholung

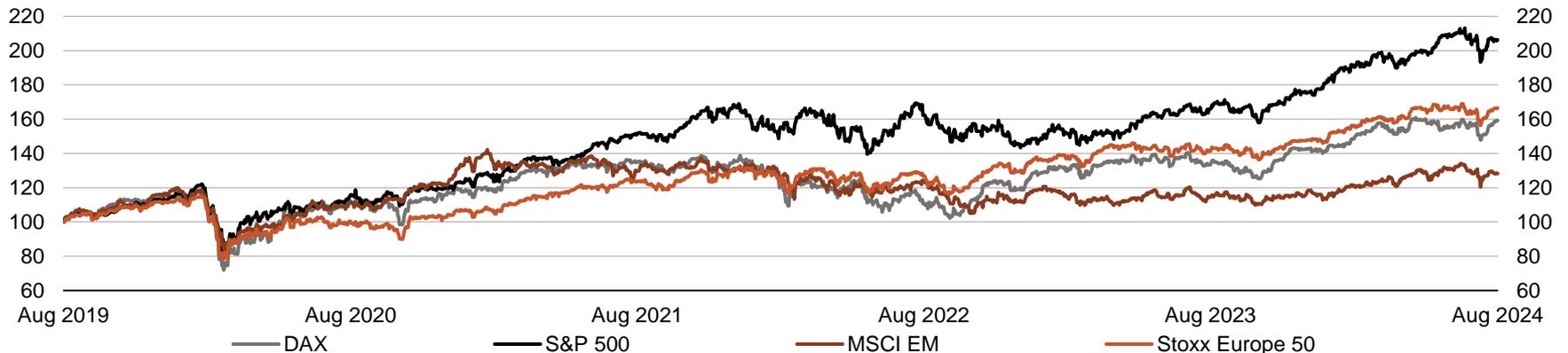


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Risiken und Aufwärtskatalysatoren sprechen für eine ausgewogene Positionierung

- Die typische negative Sommersaisonalität bei Aktien schlug wie erwartet zu: Rezessionsängste in den USA, ein stärkerer Yen und die Auflösung von Carry Trades führten zu erhöhter Volatilität und einem breiten Abverkauf risikobehafteter Anlagen. Der VIX erreichte fast 66 und der Nikkei 225 verzeichnete mit -12,4 % den größten Tagesverlust seit 1987.
- Die anschließende Erholung der Aktienmärkte war fast so schnell wie der Abverkauf. Beruhigende Notenbankaussagen, positive Konjunkturdaten, Aktienrückkäufe und niedrige Volatilität trieben die Erholungsrally an. Kurzfristig könnte sich dieser Trend fortsetzen, da systematische Strategien wieder verstärkt Aktien kaufen müssen. Ab Mitte September steigt jedoch das Rückschlagrisiko aufgrund der Blackout-Periode vor der Q3-Berichtssaison und der US-Präsidentschaftswahlen, die die Märkte belasten könnten. Zudem waren die letzten beiden Septemberwochen historisch die schwächste Zweiwochenperiode im Kalenderjahr.
- Die Abwärtsrisiken bleiben aufgrund der geopolitischen Spannungen bestehen, aber bessere Wirtschaftsdaten, beruhigende Zentralbanken und eine niedrige Volatilität könnten auch zu steigenden Märkten führen. Wir halten eine ausgewogene Positionierung für sinnvoll.

### Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 27.08.2019 – 27.08.2024

# Unternehmensgewinne

## Q2-Berichtssaison nähert sich dem Ende



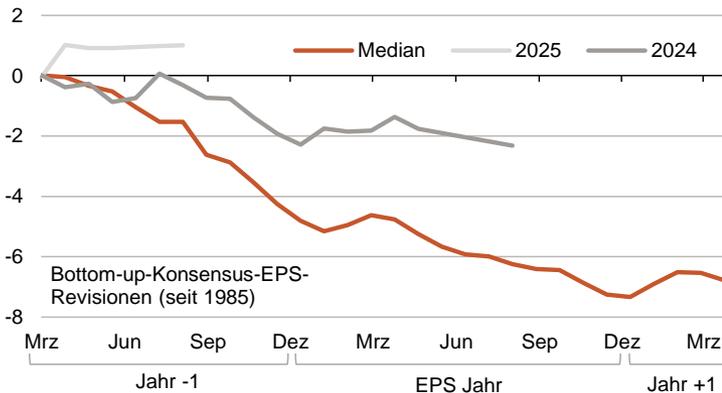
### US-Berichtssaison setzt Trend der letzten vier Quartale fort

- 487 Unternehmen des S&P 500 Index haben ihre Gewinne für das 2. Quartal 2024 veröffentlicht. Von diesen Unternehmen lagen 79,5 % über und 15,7 % unter den Erwartungen der Analysten. In einem typischen Quartal (seit 1994) liegen 76 % der Unternehmen über und 20 % unter den Schätzungen. In den letzten vier Quartalen lagen 79 % der Unternehmen über und 16 % unter den Schätzungen.
- Insgesamt berichten die US-Unternehmen Gewinne, die um 4,6 % über den Schätzungen liegen, verglichen mit einem langfristigen Durchschnitt (seit 1994) von 4,2 % und einem durchschnittlichen Überraschungsfaktor der letzten vier Quartale von 7,3 %.

### Q2-Ergebnisse auch in Europa im Einklang mit der Historie

- 329 Unternehmen des STOXX 600 haben bisher ihre Umsatzzahlen für das 2. Quartal berichtet. Davon haben 59,0 % einen Umsatz gemeldet, der über den Schätzungen der Analysten liegt. In einem typischen Quartal übertreffen 58 % die Umsatzschätzungen der Analysten.
- Was die Gewinnrevisionen der Analysten betrifft, so wurden die US-Gewinnerwartungen für 2024 seit dem Vorjahr weniger stark nach unten revidiert als üblich (seit 1985). Allerdings erscheinen die Erwartungen für 2025 zu ambitioniert. In Europa überwiegen im Wochenvergleich seit Juli 2024 die negativen Gewinnrevisionen.

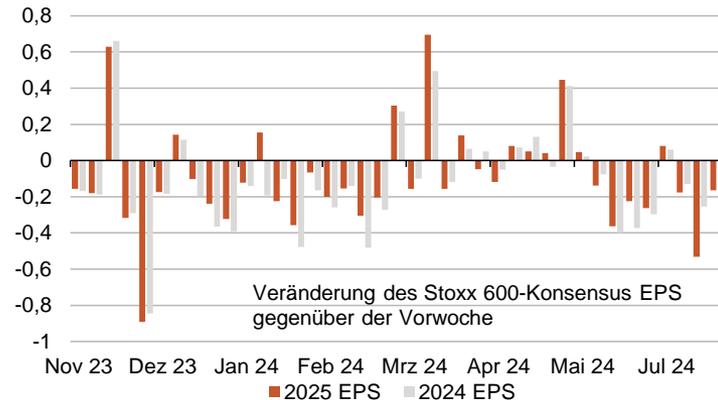
### 2024-EPS-Revisionen seit Vorjahr weniger negativ als üblich



Quelle: Goldman Sachs, IBES

Zeitraum: 01.01.1985-15.08.2024

### Negative Gewinnrevisionen dominieren in Europa



Quelle: BofA Global Research, IBES

Zeitraum: 01.11.2023-25.08.2024

# Performance und Bewertung

## US-Aktien weiter historisch teuer



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

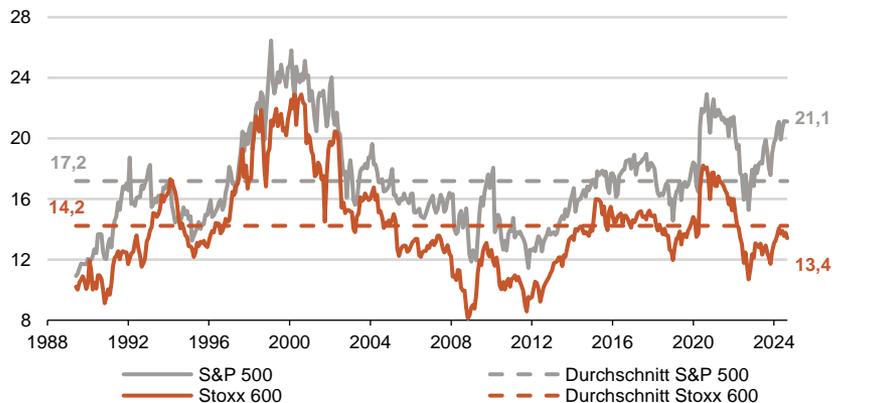
### US-Aktien trotz kurzer Korrektur historisch hoch bewertet

- In den USA kam es nach der Korrektur Anfang August erneut zu einer Bewertungsausweitung. Die positive Entwicklung des US-Aktienmarktes in den letzten 12 Monaten ist zu einer Hälfte durch eine Bewertungsausweitung und zu anderen Hälfte durch höhere erwartete Gewinne getrieben.
- Die KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate hat sich in den letzten zwei Wochen damit für europäische und US-Aktien weiter auseinander entwickelt. Die KGV-Bewertung für den S&P 500 liegt mit 21,1 auf dem höchsten Stand seit 2021. Europäische Aktien sind dagegen im historischen Vergleich wieder günstiger geworden.

### Heterogenes Bild an europäischen Aktienmärkten

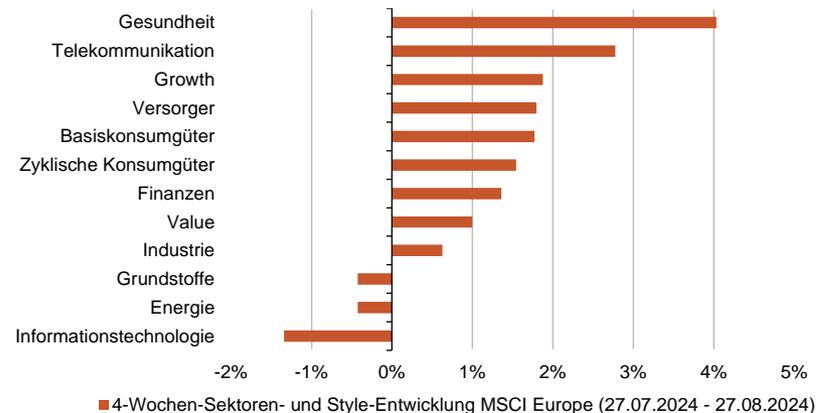
- Auf Sektor- und Style-Ebene zeigte sich unter der Oberfläche in Europa in den letzten vier Wochen kein einheitliches Bild. Obwohl defensive Sektoren (Gesundheitswesen, Versorger, etc.) in der Breite vorne lagen, gehörten auch zyklische Konsumgüter zu den Gewinnern.
- Ein Hauptaugenmerk der Anleger richtete sich in dieser Woche auf die Quartalszahlen von Nvidia Corp, dem mit Spannung erwarteten Teil der Berichtssaison im IT-Sektor. Das Unternehmen erfüllte zwar in fast allen Bereichen die Schätzungen der Analysten. Doch Nvidia-Anleger haben sich an glänzende Quartale gewöhnt, und die jüngsten Zahlen ließen Zweifel am Wachstum aufkommen. Der enttäuschende Ausblick droht den KI-Hype zu bremsen.

### Bewertungseinengung bei europäischen Aktien



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

### Defensive Sektoren in Europa in der Breite zuletzt vorn



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

# Aktien Allokation

## Präferenz für US-Gewicht nahe neutral in die US-Wahl hinein



### 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.
- In die US-Wahl hinein präferieren wir ein US-Gewicht nahe neutral.

### Großbritannien

#### Leicht untergewichten

- Der FTSE 100 ETF diene lange als balancierende Position im Portfolio. Auf Indexebene haben britische Aktien ein eher defensives sowie rohstoffreiches Profil, was sich in einem Umfeld von hoher Inflation und geopolitischen Risiken auszahlen sollte.

### Europa ex. UK

#### Leicht übergewichten

- 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 Aufholpotenzial.
- Wir sind in Europa ex UK leicht übergewichtet. Wir sehen Chancen insbesondere in europäischen Nebenwerten.

### Schwellenländer

#### Neutral

- Wir haben unsere Restposition in lateinamerikanischen Aktien, die uns 2022 und 2023 sehr gute Dienste erwiesen hat, komplett geschlossen. Wir sehen mit Blick auf die US-Wahlen und Zeichen einer schwächeren globalen Konjunktur eher ein schwieriges Umfeld für die Region.

# Prognosen

## Einschätzungen für ausgewählte Indizes

	Aktuell			Ø*
Indexprognosen	27.08.2024	31.12.2024	30.06.2025	in 12 Monaten
S&P 500	5.626	5.500	5.700	6.202
DAX	18.682	19.500	20.500	21.748
Euro Stoxx 50	4.899	5.200	5.400	5.662
MSCI Großbritannien	2.387	2.450	2.580	2.712
<b>Indexpotenzial (in %)</b>				
S&P 500	-	-2,2	1,3	10,2
DAX	-	4,4	9,7	16,4
Euro Stoxx 50	-	6,1	10,2	15,6
MSCI Großbritannien	-	2,6	8,1	13,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.08.2024

\*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

# 04 Anleihen



# Staatsanleihen

## Die Zeit ist gekommen

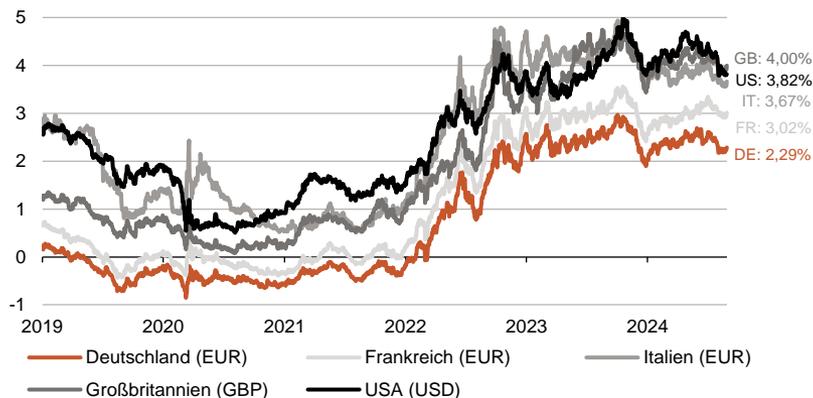


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Powell gibt grünes Licht für Zinssenkung im September

- Schwächere Arbeitsmarktdaten und die Sorge um eine mögliche Rezession in den USA führten im August zu einer turbulenten Entwicklung an den Märkten. Die Erwartung baldiger und rascher Zinssenkungen durch die Fed ließ die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen von 4,2 % Ende Juli auf 3,8 % Ende August sinken.
- In seiner mit Spannung erwarteten Rede in Jackson Hole signalisierte Fed-Chef Jerome Powell, dass die Zeit für eine Zinswende in den USA gekommen sei, da die Aufwärtsrisiken für die Inflation abgenommen und die Abwärtsrisiken für den Arbeitsmarkt zugenommen hätten. Die nächste Fed-Sitzung findet Mitte September statt, nur sechs Wochen vor den US-Präsidentenwahlen.

### 10-jährige Renditen (%) zuletzt fallend



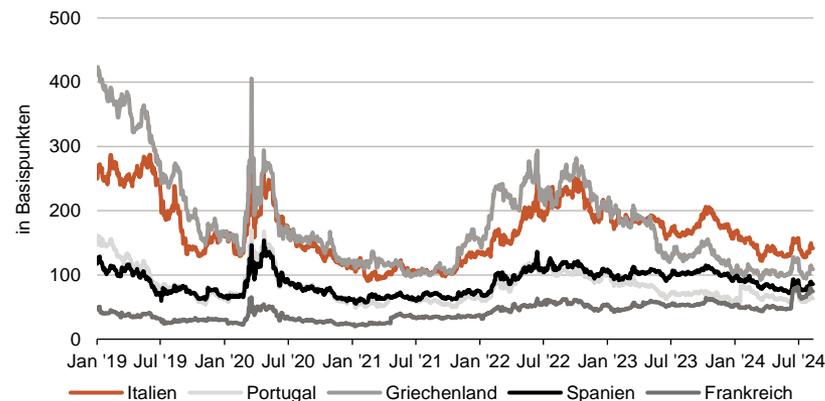
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2019 – 27.08.2024

### Nachfrage nach chinesischen Staatsanleihen bleibt hoch

- Chinesische Staatsanleihen setzten ihre seit Jahresbeginn positive Performance im August fort. Eine schwächere Verbrauchernachfrage und Konjunktursorgen führten zu einer verstärkten Nachfrage nach chinesischen Staatsanleihen, insbesondere seitens inländischer Banken, was die Renditen 10-jähriger chinesischer Anleihen auf neue Tiefststände drückte.
- Angesichts rekordtiefer Renditen und niedriger Inflation erklärte sich die People's Bank of China bereit, zum ersten Mal seit Jahrzehnten in den Markt für Staatsanleihen einzugreifen, um einen drastischen Rückgang der langfristigen Renditen zu verhindern.

### Peripherie-Risikoaufschläge zuletzt auf höherem Niveau



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

Zeitraum: 01.01.2019 – 27.08.2024

# Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

## Bevorstehende Zinssenkungen unterstützen

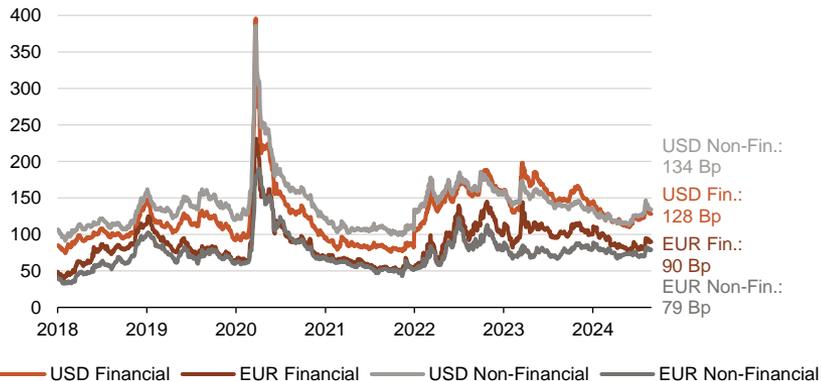


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Unternehmensanleihen: Zurück aus der Sommerpause

- Das Ende der Sommerpause wird durch eine verstärkte Neuemissionstätigkeit im September gekennzeichnet sein, wobei das Überangebot an Neuemissionen kurzfristig zu Spreadausweitungen führen könnte.
- Europäische Unternehmensanleihen bleiben aber fundamental weiterhin gut unterstützt. Die Zinssenkungsaussichten der EZB im Herbst dürften den IG- und Hochzinsanleihe-Segmenten zusätzlichen Rückenwind verleihen. IG-Unternehmensanleihen bieten aber weiterhin gegenüber dem Hochzins-Segment historisch attraktivere Bewertungen auf Spreadbasis. Sowohl das Hochzins- als auch IG-Segment wird zudem weiterhin von positiven Mittelzuflüssen unterstützt.

### IG-Unternehmensanleihen: Spreads zuletzt stabil



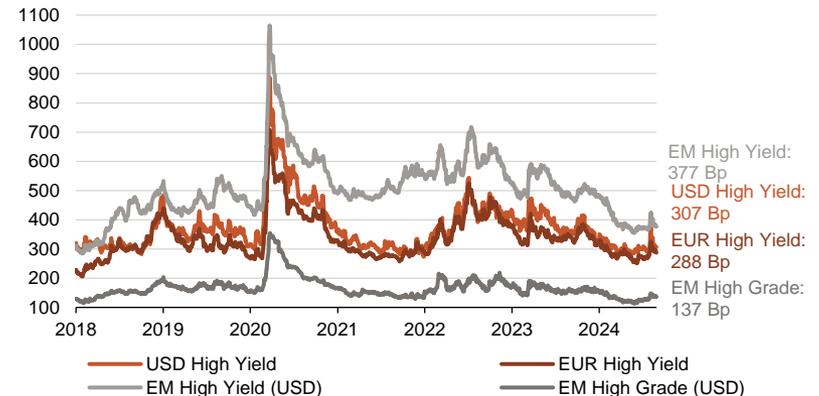
Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 27.08.2024

### Schwellenländer: Schwacher Dollar als Rückenwind

- Staats- und Unternehmensanleihen der EM-Länder in Hartwährung verzeichneten nach einer kurzen Spreadausweitung zu Monatsbeginn aufgrund von Rezessionsängsten in den USA im August einen Rückgang der Risikoaufschläge. Die Aussicht auf baldige Zinssenkungen der US-Notenbank dürfte auch den Zentralbanken der Schwellenländer mehr Spielraum für Zinssenkungen geben.
- Anhaltend solide Fundamentaldaten in den Schwellenländern, starke Mittelzuflüsse vor allem in Staatsanleihen sowie ein schwächerer US-Dollar dürften weiterhin für Rückenwind bei Schwellenländeranleihen sorgen.

### EM-Risikoaufschläge zuletzt wieder rückläufig



Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 27.08.2024

# Kapitalmarktstrategie

## Anleihen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



### 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, solider Fundamentaldaten in Verbindung mit einem anhaltenden Disinflationstrend in den Schwellenländern weiterhin attraktiv.
- Bei Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern präferieren wir Staatsanleihen gegenüber IG-Unternehmensanleihen aufgrund höherer Renditen sowie der längeren Duration.



#### Hochzinsanleihen Übergewichten

- Hochzinsanleihen-Segment bleibt weiterhin für viele Investoren aufgrund der positiven Konjunkturaussichten und des hohen Carrys attraktiv, auch wenn die Risikoaufschläge historisch niedrig sind.
- Sonderthemen wie Finanznachträge von bonitätsstarken Banken und Versicherern sowie Katastrophenanleihen erachten wir weiter als attraktiv.

# Prognosen

## Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte

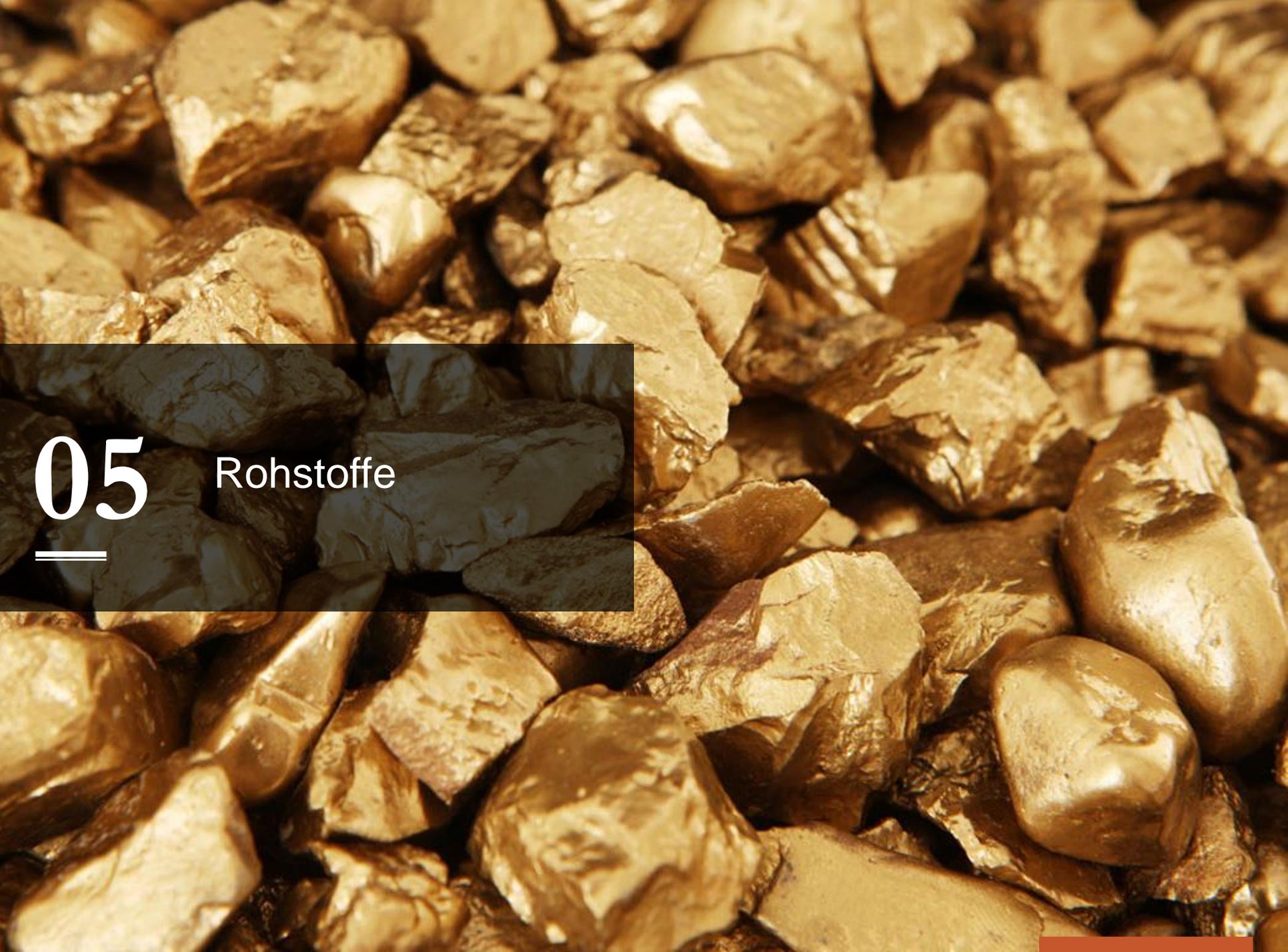


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	27.08.2024	31.12.2024		30.06.2025	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
<b>USA</b>					
Leitzins	5,25-5,50	4,50-4,75	4,80	4,00-4,25	4,05
10J US-Rendite	3,82	4,20	3,93	4,40	3,82
<b>Eurozone</b>					
Leitzins	4,25	3,25	3,40	2,75	2,85
10J Bund-Rendite	2,29	2,30	2,26	2,50	2,27
<b>Großbritannien</b>					
Leitzins	5,00	4,50	4,65	3,50	4,05
10J Gilts-Rendite	4,00	4,30	3,80	4,30	3,70

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.08.2024

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



05

Rohstoffe

# Rohöl

## Bis auf Weiteres seitwärts

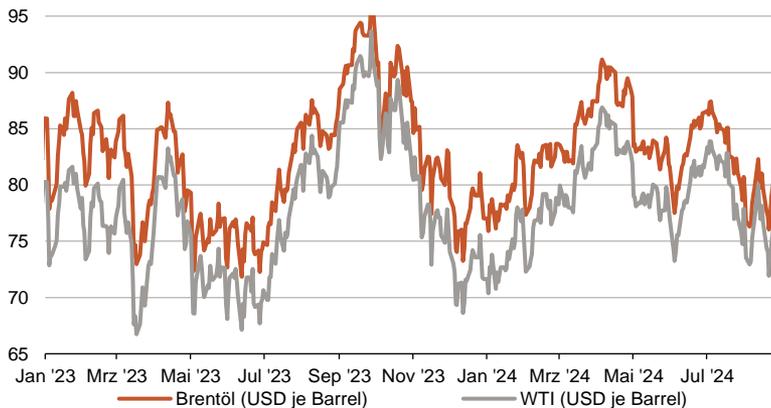


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Geopolitik dominiert kurzfristig den Ölpreis, die OPEC+ aber das fundamentale Gleichgewicht

- Nach der Korrektur im Juli stabilisierte sich der Ölpreis im August wieder und schwankte den Monat über zwischen 75 bis 85 USD je Barrel für die Sorte Brent. Auf die Verluste Anfang des Monats folgte zunächst die Erholung dank gefallener US-Lagerbestände, Produktionsausfällen in Libyen aufgrund innenpolitischer Unruhen und gestiegenen geopolitischen Risiken infolge des mutmaßlichen Attentats Israels auf iranischem Boden. Kurz darauf gab der Ölpreis allerdings schon wieder nach aufgrund der schwächeren globalen Konjunkturdaten und den Fortschritten in den Waffenstillstandsverhandlungen zwischen Israel und der Hamas. Aber auch diese Schwäche hielt nicht lang. Und wieder waren es die Nachrichten aus dem Nahen Osten, die den Ölpreis – dieses Mal aufgrund der Eskalation zwischen Israel und der Hisbollah positiv – beeinflussten.
- Kurzfristig dürften die Entwicklungen im Nahen Osten zwar preistreibend bleiben, solange aber eine echte Eskalation ausbleibt, dürfte der Ölmarkt fundamental von den Unruhen unberührt bleiben. Anders sieht es in Libyen aus. Hier kam es in der Vergangenheit aufgrund des Bürgerkriegs immer wieder zu erheblichen Produktionsverlusten. Sollte die Geopolitik keine neuen Impulse setzen, dürfte die OPEC+ über die weitere Entwicklung des Ölpreises entscheiden. Eigentlich hatte das Kartell beschlossen, die Produktion ab Oktober jeden Monat um rund 180kbpd zu erhöhen. Bei dem aktuell schwachen Nachfrageausblick dürfte die OPEC+ diesen Plan allerdings zumindest noch einmal überdenken.

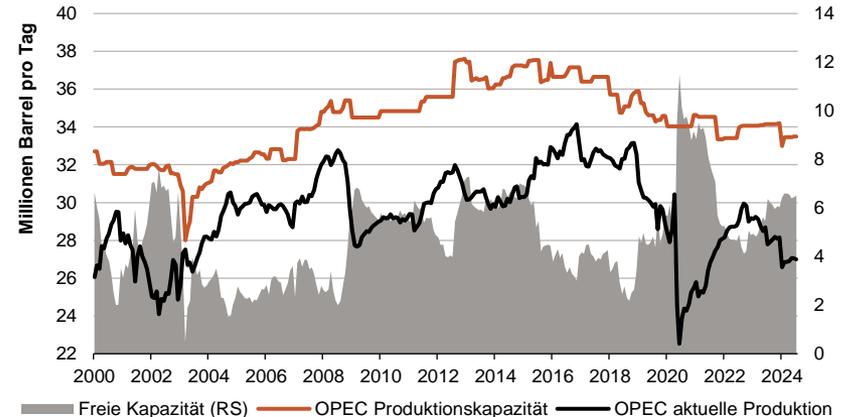
### Rohöl weiter im Seitwärtstrend



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2023 – 27.08.2024

### OPEC mit hohen freien Kapazitäten



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2000 – 31.07.2024

# Edel- und Industriemetalle

## Gold auf Allzeithoch, Industriemetalle beginnen Erholung

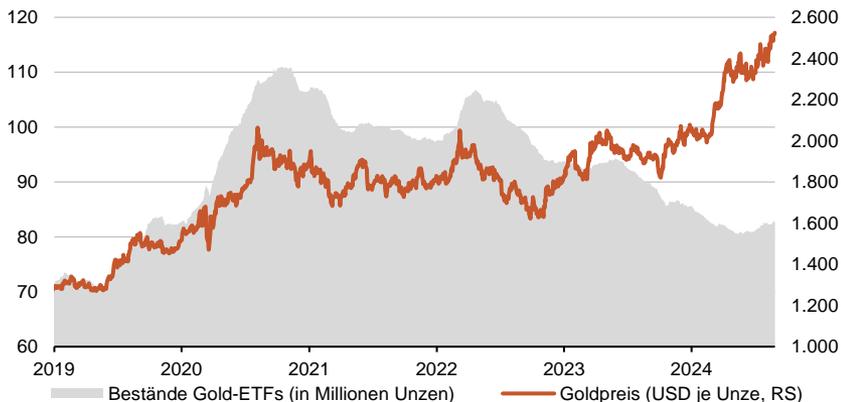


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Die Rallye bei Gold geht weiter

- Der Goldpreis erreichte im August neue Allzeithochs und durchbrach erstmals in der Geschichte die Marke von 2.500 USD je Unze. Nachdem in H1 vor allem Zentralbanken und chinesische Privatinvestoren für Rückenwind sorgten, kam zuletzt wieder mehr Unterstützung von den klassischen Treibern: Die Realzinsen sind seit Anfang Juli um fast 40 Bp gefallen, der Dollar hat handelsgewichtet fast 5 % nachgegeben und ETFs sahen fast 2 Mio. Unzen an Zuflüssen.
- Auch wenn Gold gewiss nicht mehr günstig ist, hat der sichere Hafen bei fallenden Leitzinsen, der US-Wahl, anhaltenden geopolitischen Risiken und steigenden Staatsschulden sowohl kurzfristig als auch strukturell Aufwärtspotenzial. Lediglich die hohe CTFC-Positionierung mahnt zur Vorsicht.

### ETF-Goldbestände haben begonnen zu drehen



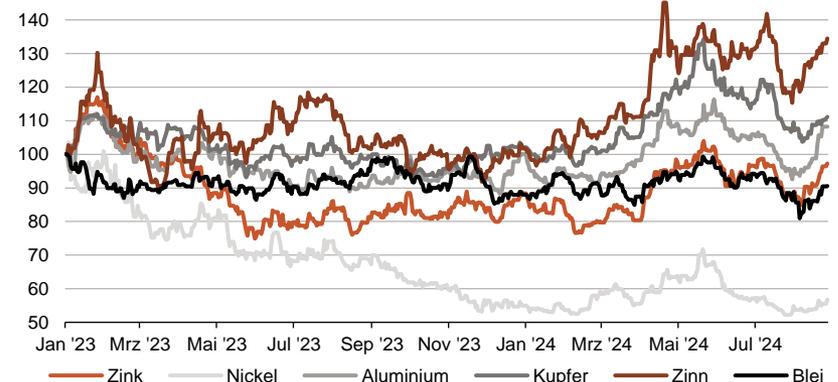
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019–27.08.2024

### Industriemetalle am Beginn ihrer Erholung

- Industriemetalle erlebten im August eine beeindruckende Erholung. Der LME-Industriemetallindex legte vom Tief Anfang August fast 10 % zu, obwohl die Konjunkturdaten, allen voran in China, weiter enttäuschten.
- Zwar sieht die Nachfrage mit Blick auf die PMIs des verarbeitenden Gewerbes schwach aus, allerdings gibt es unter der Oberfläche ein paar Lebenszeichen. Die erhöhten Lagerbestände für Kupfer und Aluminium an der Shanghai Futures Exchange haben begonnen zu fallen und die lokalen Kupferprämien in China sind deutlich gestiegen seit Mitte Juli. Sollte die Industrieaktivität mit fallenden Zentralbankzinsen wieder anziehen, dürften Industriemetalle mehr Aufwärtspotenzial haben.

### Preisverfall bei Industriemetallen gestoppt



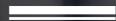
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2023–27.08.2024



# 06

## Währungen



# Marktentwicklung

## Geld & Währung

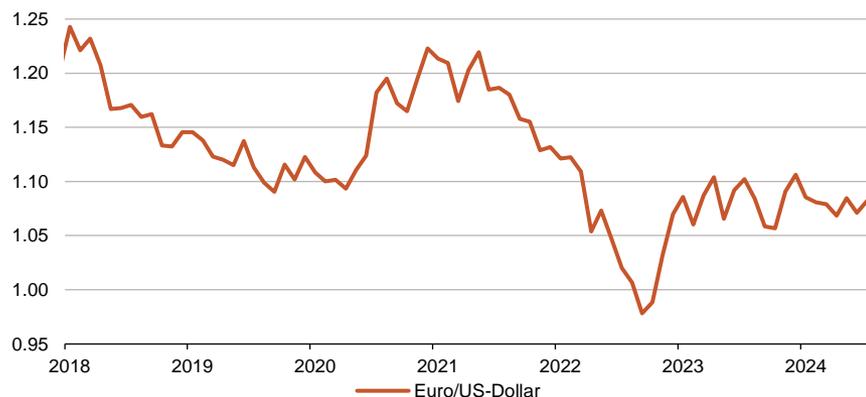


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Powell schickt den Dollar auf Talfahrt

- Die deutlichen Signale von Fed-Präsident Jerome Powell, dass die Zinswende in den USA höchstwahrscheinlich bereits im September eingeleitet wird, führten Ende August zu einer deutlichen Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro.
- Die Markterwartungen scheinen jedoch etwas überzogen, für die USA sind bis Jahresende Leitzinssenkungen von insgesamt 100 Basispunkten eingepreist. Dies würde für eine der drei verbleibenden Fed-Sitzungen eine Senkung um 50 Basispunkte bedeuten. Wir rechnen dagegen mit drei Senkungen um jeweils 25 Basispunkte bis zum Jahresende.

### Seitwärtsbewegung beim EUR/USD-Wechselkurs



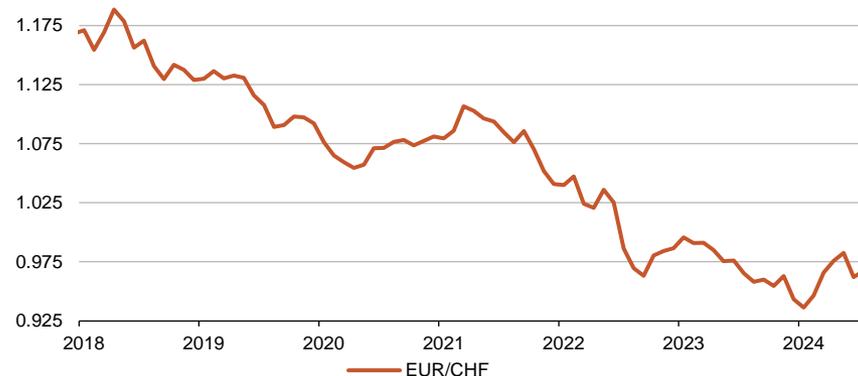
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01/2018 – 07/2024

### Schweizerische Nationalbank und EZB im Gleichschritt

- Die Stabilisierung der globalen Börsen hat zu einem Nachlassen der Nachfrage nach dem sicheren Hafen Schweizer Franken geführt. Der Euro konnte gegenüber dem Franken in der zweiten Augushälfte wieder etwas Boden gut machen.
- Wie die EZB dürfte auch die Schweizerische Nationalbank im September die Zinsen erneut senken. Die Zinsdifferenz wird sich daher kaum verändern. Eine weitere Eskalation des Nahostkonflikts und die US-Wahlen könnten kurzfristig für Bewegung im Wechselkurs sorgen. Insgesamt erwarten wir aber bis zum Jahresende eine Seitwärtsbewegung und einen Wechselkurs von 0,96 CHF pro Euro.

### SNB verhindert einen zu starken Franken



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01/2018 – 07/2024

# Prognosen

## Einschätzungen der wichtigsten Währungen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

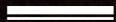
	27.08.2024	31.12.2024		30.06.2025	
<b>Wechselkursprognosen</b>	<b>Aktuell</b>		<b>Ø*</b>		<b>Ø*</b>
<b>EUR/USD</b>	1,12	1,09	1,10	1,10	1,12
<b>EUR/GBP</b>	0,84	0,85	0,85	0,85	0,85
<b>EUR/CHF</b>	0,94	0,96	0,96	0,97	0,98
<b>EUR/JPY</b>	161	161	160	162	158
<b>Veränderung zum Euro (in %)</b>					
<b>USD</b>	-	2,6	1,7	1,7	-0,1
<b>GBP</b>	-	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
<b>CHF</b>	-	-1,9	-1,9	-3,0	-3,9
<b>JPY</b>	-	0,0	0,6	-0,6	1,9

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.08.2024

\*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**

Leitender Volkswirt

## **Kontakt**

[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)

[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)