



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

(ZU) STARKER KONSENS

Der Markt vertritt eine überraschend einheitliche Meinung: Die sanfte Landung der US-Wirtschaft gelingt im ersten Halbjahr 2024, die Fed senkt die Zinsen ab dem 2. Quartal und Anleiherenditen, wie auch der US-Dollar, geben nach. Die Aussicht auf einen Aufschwung unterstützt Aktienmärkte und Risikoanlagen.

ERHEBLICHE RISIKEN

Das Szenario einer weichen Landung bleibt für die Märkte ein schmaler Grat mit Risiken auf beiden Seiten. Robusteres Wachstum führt zu längerfristig hohen Zinsen, die Bewertungen belasten. Schwächeres Wachstum lastet hingegen auf ohnehin zu ambitionierten Gewinnerwartungen.

UNSERE THEMEN 2024

Hohe Zinsen belasten Haushalte und Unternehmen. Global wirtschaftlich erst schwächer, ab Jahresmitte Chance auf Aufschwung. Erhöhte Risiken, aber mittelfristig gute Perspektiven für alle Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Rohstoffe) sprechen für breite Portfolioaufstellung. Marktbreite dürfte deutlich zunehmen.

Q1 | 2024



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,
für Anleger war 2023 besser als 2022. Europäische und US-Aktien, viele Anleihe-segmente und Gold entwickelten sich positiv. Doch war es kein einfaches Jahr – vieles kam anders als gedacht. Europa kam gut durch den Winter, rutschte dafür im 2. Halbjahr in Richtung Rezession. Die China-Erholung nach Ende der Corona-Beschränkungen war nur kurz, und die US-Wirtschaft blieb – trotz der Bankenkrise im Frühjahr – bemerkenswert robust, auch dank der Liquiditätsunterstützung durch die Fed. Das Narrativ an den Märkten wechselte ständig, Anleiherenditen schwankten stark. Die Zentralbanken haben die Zinsen stärker angehoben als erwartet. Realrenditen stiegen weiter und belasteten wie bereits 2022 besonders zinsensensitive Anlagen, auch die von uns favorisierten Qualitäts- und Wachstumstitel sowie Nebenwerte. Die Marktbreite war sehr gering, wenige große Aktien machten das Gros der Gesamtmarktentwicklung aus. Was diese Entwicklungen für die Berenberg Multi-Asset-Strategien bedeutet und welche Anpassungen wir vorgenommen haben, erkläre ich im Insights-Interview.

Mit Blick auf 2024 vertritt das Gros der Anleger, Bankökonominnen und Marktstrategen eine sehr einheitliche Meinung: Die sanfte Landung der US-Wirtschaft gelingt im ersten Halbjahr 2024, die Fed senkt die Zinsen ab dem zweiten Quartal, Anleiherenditen und der US-Dollar geben nach und die Renditekurven versteilern sich. Gibt es dann Aussicht auf einen Aufschwung, stützt dies die Aktienmärkte und andere Risikoanlagen. Aktien und Anleihen versprechen positive, i.d.R. einstellige Renditen. Auch unser Basisszenario unterscheidet sich kaum von diesem Bild. Und in der Tat, die kühlere US-Inflation und die schwächeren US-Konjunkturdaten in den letzten Wochen sind damit konsistent. Problematisch ist aber, dass die Märkte dieses Szenario seit Ende Oktober weitgehend eingepreist haben. Tritt es also ein, dürfte sich das Potenzial an den Märkten in Grenzen halten. Kommt es anders, gibt es Enttäuschungspotenzial, denn die Risiken für das Basisszenario sind groß – wie 2023 könnte wieder vieles anders kommen. So dürften die nachgelagerten Effekte der restriktiven Geldpolitik vermehrt zum Tragen kommen, zumal der (Re)-Finanzierungsbedarf 2024

erheblich ist. Zudem dürfte der fiskalische Impuls, der die negativen Effekte der Zinserhöhungen bisher abgedeckt hat, nachlassen. Die US-Präsidentschaftswahlen und die geopolitischen Spannungen sind weitere Unsicherheitsfaktoren. Das Risiko einer weniger sanften Landung ist daher nicht zu unterschätzen.

Erst mit mehr Klarheit hier und absehbaren Zinssenkungen dürften sich die Märkte auf einen Aufschwung beidseits des Atlantiks einstimmen und risikobehaftete Anlagen einen nachhaltigen Aufwärtstrend einschlagen. Eine breite, ausgewogene Portfolioaufstellung scheint somit weiter geboten. Zumal diese angesichts der in vielen Segmenten attraktiven Bewertungen (Nebenwerte, europäische Aktien) und laufenden Verzinsungen (EUR Pfandbriefe, EM-Lokalwährungsanleihen, Cat-Bonds) Chancen für eine positive Realentwicklung bietet.

Für 2024 wünsche ich Ihnen alles Gute!

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
2024: herausfordernd, aber mit Chancen	
Volkswirtschaft	Seite 6
Schwächere Konjunktur ermöglicht Zinswende	
Aktien	Seite 8
Aktienindizes dürften 2024 moderat steigen	
Anleihen	Seite 10
Ein aussichtsreiches Jahr für Anleihen	
Rohstoffe	Seite 12
Geopolitik und Konjunktur bestimmen Rohstoffe	
Währungen	Seite 13
Euro/US-Dollar: Inflationsdynamik im Fokus	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Prof. Dr. Bernd Meyer	



2024: HERAUSFORDERND, ABER MIT CHANCEN

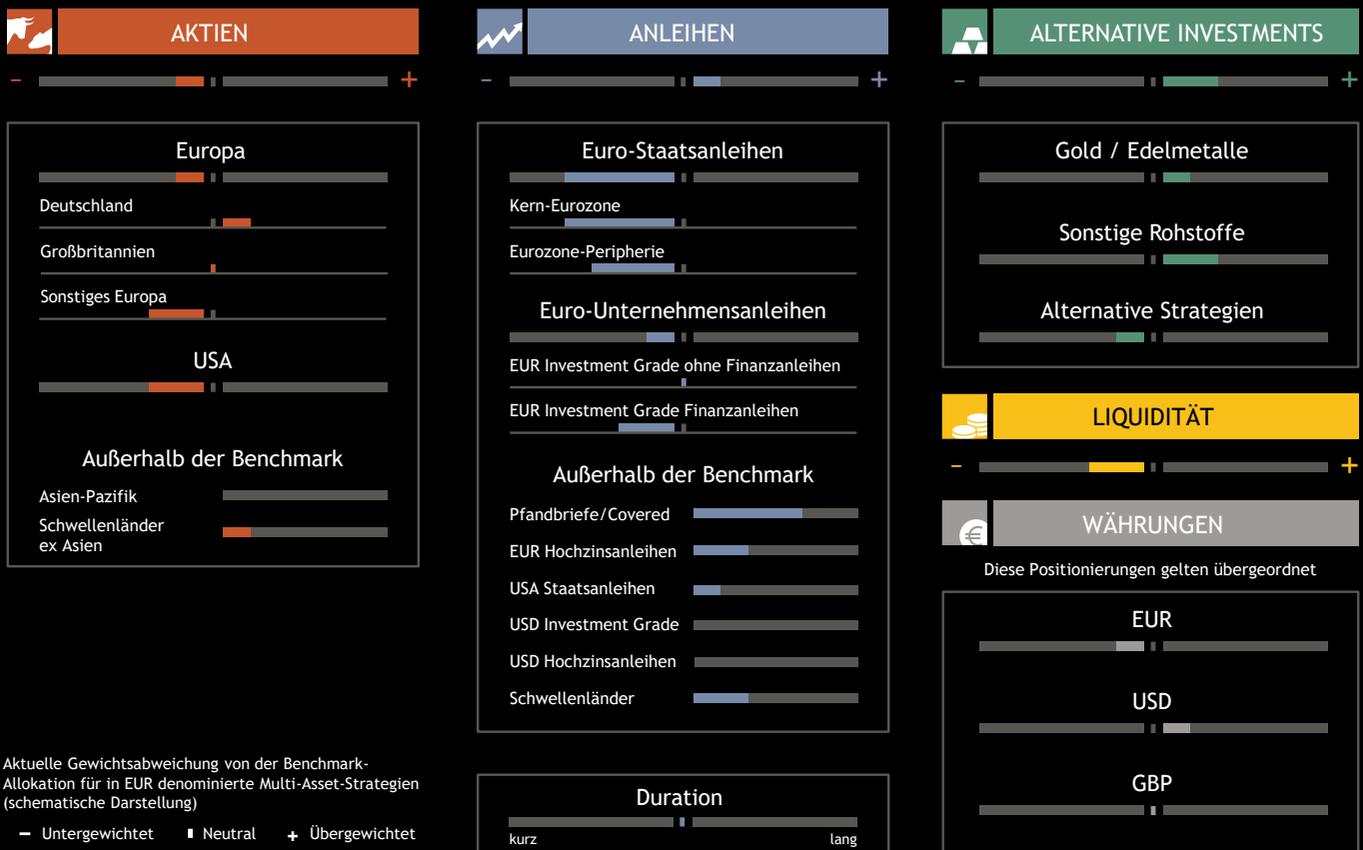
AUF DEN PUNKT

- Die Aktien- und Anleihenerholung seit Ende Oktober ist eine zinsgetriebene Bewertungsausweitung und dürfte nicht der Beginn eines nachhaltigeren Marktaufschwungs sein.
- Eine Phase schwächeren Wachstums liegt noch vor einem möglichen Konjunkturaufschwung. Das allgegenwärtige Szenario einer sanften Landung der US-Konjunktur ist weitgehend eingepreist und birgt zahlreiche Risiken.
- Mit deutlich positiven Realrenditen und angesichts höherer Wachstums- als Inflationsrisiken ist Zinsduration wieder attraktiver. Auch dürfte bei Wachstumsschwäche ein Gegenlauf von Aktien und Staatsanleihen (temporär) wiederkehren.

Portfoliositionierung auf einen Blick

Wir sind mit einer defensiven Positionierung ins vierte Quartal gestartet. Als die Aktienmärkte zum Ende Oktober dann bei einer Korrektur um mehr als 10 % seit Ende Juli standen, haben wir die

Aktienuntergewichtung von moderat auf nur noch klein reduziert und zeitgleich angesichts der hohen Anleiherenditen die Anleiheposition sowie deren Zinsduration ausgebaut. Der nachfolgenden starken Erholungsbewegung von Aktien und Anleihen laufen wir nun aber nicht hinterher. Der Markt preist den starken Konsens für 2024 bereits weitgehend ein, trotz der zahlreichen Risiken für das Szenario. Deshalb halten wir an einer breiten Positionierung fest, mit Übergewichtungen bei Anleihen und Alternativen Investments wie Gold, Industriemetallen und einer Position, die von einer steileren US-Renditestruktur profitieren würde. Bei Unternehmensanleihen fokussieren wir auf kurze Laufzeiten, denn Risikoprämien dürften sich bei Konjunkturschwäche erneut ausweiten. Bei sichereren Anleihen (Staatsanleihen, Pfandbriefe) setzen wir auf längere Laufzeiten. Auch Schwellenländeranleihen in Lokalwährung bleiben attraktiv. Unser Fokus auf Qualitäts- und Wachstumsaktien dürfte bei schwächerer Wirtschaft und ohne weiter steigende Zinsen profitieren. Mit Blick auf den für später im Jahr erwarteten Aufschwung sind auch die jetzt sehr attraktiv bewerteten Nebenwerte und zyklische Rohstoffe interessant.



Viertes Quartal: US-Wirtschaftsschwäche bringt Erholungsbewegung

Im Oktober setzten sich die Trends des dritten Quartals fort. Die US-Wirtschaft war weiter überraschend robust, und mit höherem Emissionsvolumen amerikanischer Staatsanleihen kletterten Renditen weiter – die Realrendite 10-jähriger inflationsindexierter US-Staatsanleihen erreichte 2,5 %. Anleihen und Aktien litten zeitgleich. Ende Oktober waren globale und amerikanische Aktien um mehr als 10 % von den Höchstständen Ende Juli gefallen. Dann schwächten sich die US-Wirtschaftsdaten ab, und die US-Inflation überraschte nach unten. Weitere Zinserhöhungen wurden daraufhin komplett ausgepreist, Zinssenkungserwartungen zogen an. Anleiherenditen gaben deutlich nach, die 10-jährige US-Realrendite fiel auf 2,0 %. Aktien und Anleihen erholten sich deutlich von den Tiefpunkten. Der US-Dollar schwächte sich ab, und Gold, zusätzlich unterstützt vom Ausbruch des Israel-Hamas-Konfliktes, legte deutlich zu. Der Ölpreis fiel trotz des Konfliktes.

2024: Über Schwäche zu Wiederaufschwung, mit Unwegsamkeiten

Für 2024 erwarten unsere Volkswirte eine sanfte Landung der US-Wirtschaft im Winter und einen Aufschwung dann im Verlauf des Jahres 2024. Auch in Europa dürfte die Konjunktur bis zum Frühjahr noch schwach bleiben. Die Inflation dürfte bei schwachem Wachstum langsam weiter zurückgehen, der Zinsgipfel ist vermutlich erreicht. Die Fed dürfte die Zinsen ab dem Frühjahr senken, während die EZB den Geldmarktzins vorerst stabil hält. Dieses Szenario birgt aber viele Risiken. Die jüngst wieder stark verbesserten finanziellen Bedingungen (obere Abb. S. 5) könnten die Landung der US-Konjunktur weiter verzögern und das Narrativ länger hoher Zinsen wiederbeleben. Alternativ dürfte die Welle der

hohen (Re-)Finanzierungskosten erst noch auf die Unternehmen, privaten Haushalte und Staaten treffen. Damit könnte die Landung doch weniger sanft werden. Aber selbst, wenn es zur sanften Landung kommt, erwarten wir nicht, dass die Märkte diese konstant einpreisen, sondern, dass es erneut zu Turbulenzen kommt. Zudem bleiben geopolitische Risiken hoch auf der Agenda, und die US-Präsidentenwahl ist nur eine von vielen bedeutenden Wahlen im laut dem *Economist* größten Wahljahr der Geschichte.

Normalisierte Realrenditen bieten gute Ausgangsposition

Der Anstieg der Anleiherenditen ist die größte Veränderung für Anleger in den letzten Jahren. Durch die geldpolitische Straffung wurde dieser ausschließlich von steigenden Realrenditen getrieben. Der Anstieg um einen weiteren halben Prozentpunkt hat verhindert, dass 2023 ein noch besseres Jahr für Anleger geworden ist (mittlere Abb. S. 5). Die Realrendite liegt nun auf dem Niveau von vor der Finanzmarktkrise und bietet eine gute Ausgangslage für Anleger (untere Abb. S. 5). Dies gilt nicht nur für Anleihen, die hohe laufende Renditen und die Chance auf rückläufige Renditen als Preistreiber bieten, sondern auch für Aktien, insbesondere für zinsensensitive Segmente, die stark unter dem Zinsanstieg gelitten haben. Ein weiterer starker Anstieg ist unwahrscheinlich. Ohne eine Rezession und eine starke geldpolitische Lockerung sollten Anleger aber auch nicht auf stark fallende Realrenditen hoffen, denn diesen stehen die sich auftürmende Refinanzierungswelle der USA und deren hohe Neuverschuldung entgegen. Eine schnelle Bewertungsausweitung aufgrund stark sinkender Realrenditen ist nicht zu erwarten. Anleger sollten deshalb besonders auf (strukturelles) Gewinnwachstum und attraktive Bewertungen achten.

Q4 mit Gegenbewegung zu Q3: Gold, Aktien und Anleihen stiegen, der US-Dollar und Öl fielen. Viele Anlageklassen positiv seit Jahrestart.

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q4 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw. ¹
	■ YTD (31.12.22-11.12.23)	■ Q4TD (30.09.23-11.12.23)	11.12.22	11.12.21	11.12.20	11.12.19	11.12.18		
			11.12.23	11.12.22	11.12.21	11.12.20	11.12.19		
S&P 500	21,9	6,5	17,2	-8,9	39,7	8,7	24,1	15,0	21,4
DAX	20,6	9,1	16,9	-8,0	19,1	-0,2	21,9	9,3	20,7
Stoxx Europa 50	14,7	4,3	10,8	4,3	24,1	-5,2	22,0	10,7	16,8
Gold	8,2	5,5	8,2	8,2	3,7	14,6	20,6	10,9	13,4
EM-Staatsanleihen	6,4	3,9	3,5	-9,3	6,5	-3,0	16,2	2,4	8,6
Euro-Unternehmensanleihen	6,3	3,8	3,8	-12,7	-0,7	2,8	6,8	-0,2	3,8
Euro-Staatsanleihen	4,3	3,3	1,4	-10,0	-1,1	1,9	4,0	-0,9	3,7
MSCI EM	3,9	0,8	0,2	-12,8	7,7	11,2	14,9	3,8	16,9
Euro-Übernachteinlage	3,1	0,8	3,2	-0,2	-0,6	-0,5	-0,4	0,3	0,1
US-Staatsanleihen	1,4	0,8	-2,1	-5,1	4,4	-1,1	10,8	1,2	7,1
USD/EUR	-1,8	-0,5	-2,1	7,4	7,0	-8,1	1,7	1,0	7,2
Brent	-2,5	-15,5	7,9	40,5	77,2	-36,5	17,4	14,9	40,8

Zeitraum: 11.12.2018-11.12.2023

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



Aktien oder Anleihen, wer macht 2024 das Rennen?

Es herrscht wenig Konsens darüber, ob 2024 Aktien Anleihen schlagen werden oder umgekehrt. Zwar erwartet nach einer Umfrage der Bank of America die Mehrheit der Fondsmanager, dass Anleihen Aktien schlagen. Jedoch unterscheiden sich die Strategen der großen Banken stark in dieser Frage, trotz vergleichbarer Erwartungen für Konjunktur und Geldpolitik. Das ist das Ergebnis dessen, dass Aktien wie Anleihen „nur“ einstellige Renditen erwarten lassen. Eine starke Bewertungsausweitung ist unwahrscheinlich, und die Gewinnwachstumsenerwartungen im Markt erscheinen zu hoch. Damit entscheiden Nuancen des Makro- und Zinsbildes darüber, wer das Rennen machen sollte. Unser Basisszenario spricht 2024 für moderat positive Renditen aller Anlageklassen, d.h. Aktien, Anleihen, Rohstoffe und Cash. Anleihen könnten in den ersten Monaten und Aktien dann später im Jahr die Nase vorne haben. 2024 würde dann ein großer Anteil aller Anlageklassen positive Renditen generieren (mittlere Abb.). In den Alternativszenarien wären es jeweils nur einzelne Anlageklassen. Deshalb ist gerade jetzt eine breite, ausgewogene Aufstellung sinnvoll. Zeichnet sich beispielsweise eine weniger sanfte Landung der US-Konjunktur ab, dürften Anleihen zunächst deutlich besser laufen. Lockert die Fed hingegen die geldpolitischen Zügel ohne Rezession, dürften sich der US-Dollar abschwächen und risikobehaftete Anlagen, besonders Nebenwerte und Schwellenländertitel, deutlicher zulegen. Bleibt das Wachstum robust und kehrt das Thema länger hoher Zinsen zurück, dürften hingegen größere Unternehmen mit starken Bilanzen und wohl auch Rohstoffe outperformen.

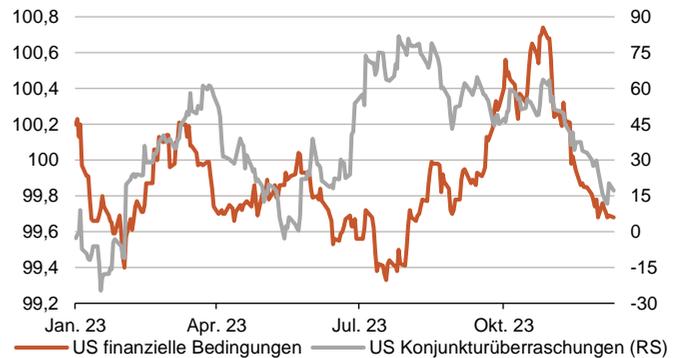
Fokus auf Chancen unter der Oberfläche der Anlageklassen

Innerhalb der Anlageklassen gibt es zahlreiche attraktive Segmente. Nach zwei Jahren starker Underperformance bieten europäische Small und Micro Caps eine attraktive absolute und relative Bewertung bei stärkerem Gewinnwachstum. Sie dürften sich bei fallenden Zinsen und der Perspektive auf einen Wirtschaftsaufschwung deutlich erholen. Auch Pharma, Biotech und Medtech haben stark unter steigenden Zinsen gelitten und profitieren von der alternden Bevölkerung. Lokalwährungsanleihen aus den Schwellenländern und Frontiermärkten bieten zweistellige laufende Renditen sowie die Chance auf Währungsaufwertung, sollte sich der US-Dollar mit schwächerer US-Wirtschaft und weniger restriktiver Fed-Politik abschwächen. Zudem bieten Katastrophen-Anleihen zweistellige Renditen und sind unkorreliert. Silber und Industriemetalle erleben eine erhöhte Nachfrage aufgrund der Energiewende bei gleichzeitig mangelndem Angebot und profitieren von einer wirtschaftlichen Erholung, insbesondere in Asien.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Lockerung finanzieller Bedingungen könnte US-Konjunktur stützen

Der jüngst schwächere US-Dollar und Ölpreis, niedrigere Anleiherenditen und steigende Aktienmärkte könnten der US-Konjunktur erneut Schwung verleihen

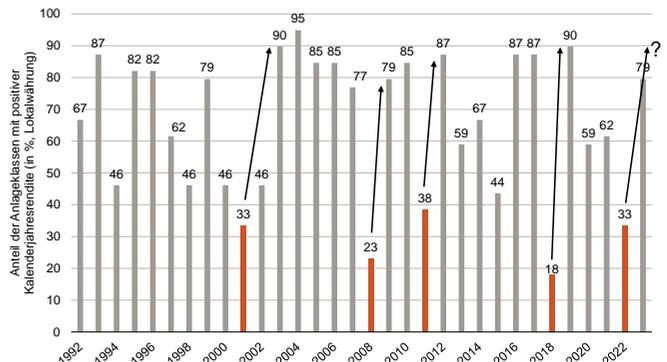


Zeitraum: 01.01.2023-11.12.2023

Quelle: Goldman Sachs, Citi, Bloomberg, eigene Berechnungen

2023 war besser für Multi-Asset-Portfolios, trotz Realzinsanstieg

Nach dem schlechten Jahr 2022 lieferte 2023 ein größerer Anteil aller Asset-Klassen (Segmente, Regionen,...) eine positive Rendite

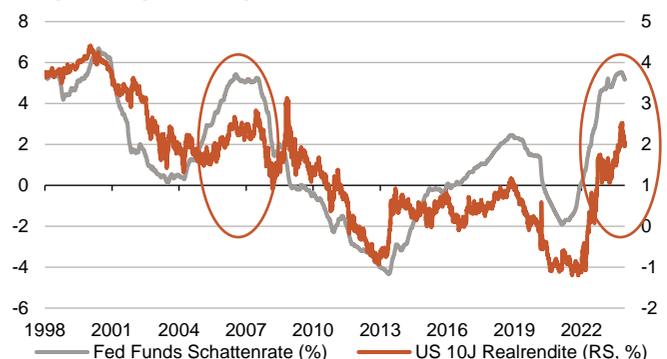


Zeitraum: 01.01.1992-11.12.2023

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

US-Realrenditen fallen nur stärker, wenn die Fed deutlich lockert

Die Fed Funds Schattenrate bildet den Leitzins und Effekte von quantitativer Lockerung/Strafung ab und zeigt einen starken Gleichlauf mit der Realrendite



Zeitraum: 01.01.1998-11.12.2023

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



SCHWÄCHERE KONJUNKTUR ERMÖGLICHT ZINSWENDE

AUF DEN PUNKT

- Die Weltkonjunktur verliert erheblich an Schwung.
- USA: weiche Landung voraus, neuer Schwung Herbst 2024.
- Europa: Stagnation bis zum Frühjahr 2024.
- Der Inflationsdruck geht weiter zurück – aber nicht auf 2 %.
- Geldpolitik: Zinsgipfel erreicht, erste Zinssenkungen 2024.

Sanfte Landung in den USA

Trotz der energischen Zinswende der US-Fed hat sich die US-Konjunktur bisher weit besser gehalten als erwartet. Der besonders zinssensible Wohnungsbau ist zwar um mehr als 20 % gegenüber Anfang 2021 eingebrochen. Da die privaten Verbraucher währenddessen den zunächst gesparten Teil der Stimuluschecks ausgegeben haben, hat dies die gesamtwirtschaftliche Leistung aber kaum gestört. Auch die Unternehmen haben bisher trotz höherer Finanzierungskosten ihre Investitionen nicht zurückgefahren. Die Steueranreize für grüne (und einige andere) Investitionen wirken der Geldpolitik entgegen. Zudem sind die Unternehmen dank hoher Reserven weniger auf Kredit angewiesen als früher. Außerdem hatten sie in den Vorjahren – anders als in früheren Zyklen – keine Überkapazitäten aufgebaut. Deshalb müssen sie dies jetzt nicht durch geringere Investitionen ausgleichen.

Allerdings wirkt die Geldpolitik zeitlich verzögert. Viele Wirtschaftsdaten deuten darauf hin, dass sich die US-Konjunktur spürbar abkühlt. Für die erste Hälfte des kommenden Jahres zeichnet sich eine sanfte Landung ab. Auch wenn die USA vermutlich eine

Rezession vermeiden können, bedeutet selbst eine sanfte Landung, dass das Wachstum für einige Zeit weitgehend zum Erliegen kommt. Gerade für Investitionen, Wohnungsbau und den privaten Verbrauch rechnen wir für die kommenden zwei Quartale mit einer Stagnation.

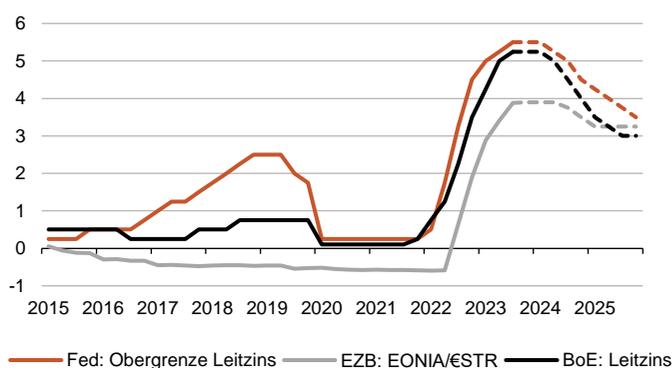
Die einstweilige Wirtschaftsschwäche wird dazu beitragen, den Inflationsdruck in den USA weiter zu vermindern. Ab Mitte 2024 dürfte dann eine weniger straffe Zinspolitik die konjunkturellen Aufwärtskräfte stärken. Angesichts einer strukturell hohen Nachfrage nach Wohnraum kann auch der Wohnungsbau vermutlich ab Sommer 2024 wieder zulegen. Die Fiskalpolitik trägt ebenfalls zum Zuwachs der Nachfrage bei. Wir erwarten deshalb, dass die US-Wirtschaft im Herbst 2024 wieder eine annualisierte Wachstumsrate von 2 % erreichen kann.

Durchwachsender Ausblick für Europa

Zwei sehr unterschiedliche Kräfte prägen den Ausblick für die europäische Konjunktur für die kommenden Monate. Einerseits hat der Kontinent den Putin-Schock gut überstanden. Die Einkommen der Verbraucher steigen bei rückläufiger Inflation, einem immer noch weitgehend stabilen Arbeitsmarkt und höheren Lohnzuwächsen bereits seit dem Frühjahr wieder stärker als die Preise. Die Verbraucher haben damit real – also nach Abzug der Inflation – wieder mehr Geld in der Tasche. Dies hat sich im Sommer bereits in einer lebhaften Reisetätigkeit gezeigt. Andererseits steckt das verarbeitende Gewerbe in einer Rezession. Die schwache Welt-nachfrage nach Gütern sowie die Lagerkorrekturen treffen insbesondere Länder wie Deutschland, die sich auf die Ausfuhr von Waren spezialisiert haben. Viele Unternehmen hatten 2022 das Ende

Leitzinsen: Notenbanken nehmen 2024 den Fuß von der Bremse

Leitzinsen ausgewählter Zentralbanken in %

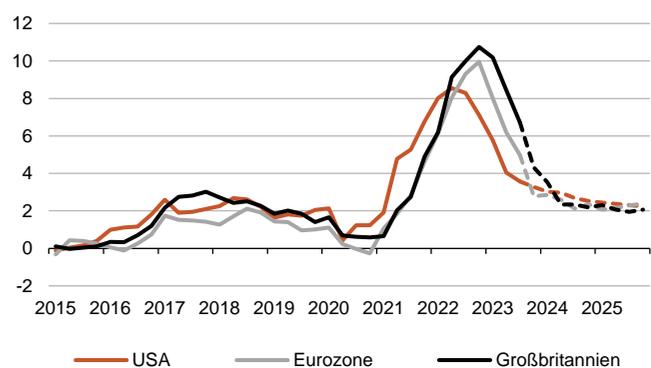


Zeitraum: 01.01.2015-13.12.2023

Gestrichelt: Berenberg-Prognose. Quellen: BoE, EZB, Fed, Berenberg

Inflation: Der Druck lässt nach

Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahreszeitraum in %



Zeitraum: 01.01.2015-13.12.2023

Gestrichelt: Berenberg-Prognose. USA: CPI-U, Eurozone: HVPI, GB: VPI, Quellen: BLS, Eurostat, ONS, Berenberg



der ausgeprägten Lieferkettenengpässe genutzt, um Lagerbestände an Vor- und Fertigprodukten aufzubauen. Angesichts einer schwächelnden Nachfrage bauen sie jetzt ihre Lagerbestände wieder ab. Vorläufig produzieren sie also weniger, als sie verkaufen. Die Rezessionsorgen belasten auch das Konsumklima. Im Weihnachtsgeschäft werden sich viele Bürger deshalb wahrscheinlich zurückhalten. Im Schlussquartal 2023 könnte die Wirtschaftsleistung in der Eurozone leicht schrumpfen.

Allerdings dauert es oftmals nur etwa drei Quartale, bis Unternehmen ihre Lager hinreichend geräumt haben und dann wieder mehr produzieren. Der Anstieg einiger Stimmungsindikatoren, zu denen auch das deutsche ifo Geschäftsklima gehört, deutet darauf hin, dass das verarbeitende Gewerbe Ende 2023 den Tiefpunkt erreicht haben wird.

Europa: am Tiefpunkt der Konjunktur

Für das kommende Jahr zeichnet sich ein neuer Aufschwung ab. Viele Unternehmen halten sich derzeit angesichts großer Unsicherheiten mit Investitionen zurück. Sobald die Konjunktur nach dem Ende der Lagerkorrektur wieder etwas Tritt gefasst hat, werden sie wieder mehr investieren, um Lieferketten neu zu strukturieren und knappe Arbeitskräfte zu ersetzen. Obwohl China strukturell schwach bleiben wird, kann die Ausfuhr nach China im kommenden Jahr vermutlich wieder leicht zulegen. Schließlich dürfte China 2024 mit etwa 3–4 % wachsen. Auch die Kauflust der Verbraucher dürfte wieder etwas zunehmen. Mit der Rückkehr der US-Wirtschaft zu normalem Wachstum wird die Konjunktur in Europa im kommenden Sommer wohl wieder ein Tempo erreichen, das etwas über die Trendrate des Wachstums von 1,3 %

hinausgeht. Für Großbritannien rechnen wir mit einem ähnlichen Verlauf wie für die Eurozone.

Der große Inflationsschub ist ausgestanden

Auf beiden Seiten des Atlantiks hat der Preisdruck erheblich nachgelassen. Tendenziell werden die Kernraten der Inflation (ohne die schwankungsanfälligen Preise für Energie und Nahrungsmittel) im kommenden Jahr etwas weiter zurückgehen. Allerdings wird das Ende staatlicher Energiehilfen für Verbraucher in der Eurozone zunächst wohl dafür sorgen, dass die Inflation von 2,4 % im November im Dezember und Januar wieder etwas steigen dürfte, bevor der Abwärtstrend erneut einsetzen kann. Da höhere Lohnzuwächse in Europa die Preise für arbeitsintensive Dienstleistungen weiter in die Höhe treiben und zudem die Kosten des Klimaschutzes zu Buche schlagen, rechnen wir damit, dass sich die Inflation in Europa mittelfristig wohl bei etwa 2,5 % einpendeln wird, statt bei den etwa 1,5 % in den Jahren vor der Pandemie. Für die USA erwarten wir Inflationsraten in ähnlicher Höhe in den kommenden Jahren.

Zentralbanken - Zinsgipfel erreicht, erste Zinssenkungen 2024

Sobald die konjunkturelle Schwächephase den Inflationsdruck hinreichend gedämpft hat, wird die US-Fed ihren Leitzins ab Mai 2024 wieder senken, vermutlich auf 4,5 % bis Ende 2024 und 3,5 % Ende 2025. Da der maßgebliche Zins der EZB nur bei 4 % liegt statt bei 5,5 % wie bei der US-Fed, wird die EZB den Geldmarktzins allerdings wohl erst später und langsamer nach unten steuern als die Fed, auf etwa 3,5 % Ende 2024.

Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt

Wachstums- und Inflationsprognosen

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2023		2024		2025		2023		2024		2025	
	🇺🇸	🌀**	🇪🇺	🌀**	🇯🇵	🌀**	🇺🇸	🌀**	🇪🇺	🌀**	🇯🇵	🌀**
USA	2,4	2,4	1,4	1,2	1,7	1,7	4,2	4,1	2,8	2,7	2,3	2,3
Eurozone	0,5	0,5	0,7	0,6	1,7	1,4	5,4	5,5	2,5	2,5	2,3	2,1
Deutschland	-0,2	-0,2	0,6	0,3	1,6	1,2	6,1	6,1	2,7	2,7	2,3	2,1
Frankreich	0,8	0,8	0,9	0,8	1,7	1,3	5,7	5,7	3,0	2,7	2,5	2,0
Italien	0,7	0,7	0,6	0,4	1,2	1,1	5,9	6,1	1,6	2,2	2,2	1,9
Spanien	2,3	2,4	1,5	1,3	2,1	1,8	3,4	3,5	2,4	2,9	2,3	2,1
Großbritannien	0,5	0,5	0,7	0,4	1,7	1,2	7,3	7,4	2,6	3,1	2,1	2,0
Japan	1,9	1,9	0,7	0,8	1,1	1,0	3,3	3,2	2,3	2,2	1,8	1,7
China	5,0	5,2	4,0	4,5	3,6	4,3	0,4	0,4	1,7	1,4	2,0	1,8
Welt*	2,5	-	2,2	-	2,4	-	-	-	-	-	-	-

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

** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 13.12.2023



AKTIENINDIZES DÜRFTEN 2024 MODERAT STEIGEN

AUF DEN PUNKT

- Begrenztes Gewinnwachstum im Jahr 2024 dürfte Aufwärtspotenzial bei Aktien limitieren. Zumal sich die Bewertungen zumindest in den USA nicht ausweiten dürften.
- Europa und vor allem Nebenwerte mit mehr Bewertungsausweitungspotenzial, da schon viel Negatives eingepreist ist.
- Unser Fokus liegt auf Quality-Growth-Aktien, die nicht mehr durch steigende Zinsen belastet werden sollten.
- Value-Regionen wie Lateinamerika und Großbritannien finden wir als Beimischung weiterhin attraktiv.

Zweigeteiltes viertes Quartal

Der von uns für den Herbst avisierte Rücksetzer ist tatsächlich eingetreten. Von der Spitze gaben die großen Aktienmärkte mehr als 10 % nach, ehe Anfang November eine starke Erholungsrallye einsetzte – getrieben vor allem durch fallende Zinsen und eine niedrigere Volatilität. Lateinamerika setzte seine Outperformance fort und bleibt eine der besten Regionen weltweit. Eurozonen-Aktien schlossen zu US-Aktien wieder auf. Nebenwerte und asiatische Schwellenländer bleiben hingegen die relativen Verlierer 2023.

Moderate, negative Gewinnrevisionen für 2024 wahrscheinlich

Der Konsensus ist optimistisch und erwartet nach einer Gewinnstagnation dieses Jahr ein Wachstum der globalen Gewinne von ca. 9 % für 2024 inklusive einer Margenausweitung. Das halten wir aus mehreren Gründen für zu ambitioniert. Das Wirtschaftswachstum dürfte sich laut unseren Ökonomen im ersten Halbjahr

abschwächen. Immer noch erhöhte Lohninflation und steigende Refinanzierungskosten der Unternehmen zusammen mit der nun stärker einsetzenden Disinflation dürften das Gewinnwachstum limitieren. Vor dem Hintergrund dürften die Gewinnmargen bestenfalls stabil bleiben, sodass das Gewinnwachstum dem Umsatzwachstum entsprechen dürfte. Entsprechend rechnen wir mit einem globalen Gewinnwachstum von 4-6 % im Jahr 2024.

Bewertungsausweitung wohl nur in Europa möglich

Die jüngste Rallye war stark bewertungsgetrieben. So steht das Forward-KGV für den S&P 500 nun wieder bei 19, oberhalb des historischen Durchschnitts von 17. Ein Treiber waren die starken Zuflüsse dieses Jahr in US-Fonds, insbesondere Tech – der einzige Aktiensektor mit massiven Zuflüssen dieses Jahr, dank KI-Euphorie. Damit dürfte es ohne sehr stark fallende Zinsen keine große Bewertungsausweitung geben. Andere Segmente, wie europäische Aktien und Nebenwerte, sind hingegen günstig im Vergleich zur eigenen Historie bewertet. Sie preisen einen Wirtschaftsabschwung bereits ein und sind in internationalen Portfolios unterrepräsentiert. Sollten unsere Ökonomen recht behalten und sich das europäische Wachstum ab dem zweiten Quartal 2024 wieder beschleunigen, dürften nicht nur die Gewinne, sondern auch die Bewertungen europäischer Unternehmen steigen. Vor allem die tendenziell zinsensensitiven Nebenwerte haben relatives Aufholpotenzial. So handeln europäische Small Caps auf KGV-Basis mit einem Abschlag von 5 % ggü. den Large Caps. Würden wir zum Durchschnitt der letzten 20 Jahre zurückkehren, hätten Nebenwerte ein relatives Aufholpotenzial von mehr als 20 %. Wir sehen das als große Opportunität für 2024 an.

Heterogene Aktienmarktperformance in Q4 - Europa und USA mit teils deutlichen Gewinnen, Asien nahezu unverändert

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q4 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.22-11.12.23)		11.12.22	11.12.21	11.12.20	11.12.19	11.12.18			
	■ Q4TD (30.09.23-11.12.23)		11.12.23	11.12.22	11.12.21	11.12.20	11.12.19			
Euro Stoxx 50	9,0	22,7	18,1	-3,7	22,8	-3,5	24,1	1,9	3,4	12,5
S&P 500	6,5	21,9	17,2	-8,9	39,7	8,7	24,1	4,2	1,5	19,2
MSCI EM Lateinamerika	6,6	21,9	19,6	18,0	-0,3	-18,4	16,2	1,4	6,7	8,7
DAX	9,1	20,6	16,9	-8,0	19,1	-0,2	21,9	1,5	3,3	11,7
Stoxx Europa Zyklisch	9,2	20,0	15,7	-8,3	26,5	-0,6	22,9			
Stoxx Europa 50	4,3	14,7	10,8	4,3	24,1	-5,2	22,0	2,4	3,4	13,4
MSCI Japan	2,3	14,6	12,4	-10,4	12,0	3,0	19,2	1,3	2,4	14,6
MSCI USA Small Caps	4,6	9,8	6,2	-8,2	28,9	7,9	18,5	1,8	1,7	17,7
Stoxx Europa Defensiv	0,5	9,5	7,0	5,2	19,6	-5,4	17,3			
MSCI Großbritannien	1,0	8,7	4,9	8,4	24,7	-15,5	18,2	1,7	4,1	10,6
Stoxx Europa Small 200	5,2	8,4	5,7	-19,7	25,4	2,4	23,9	1,4	3,2	12,7
MSCI EM Asien	0,1	2,3	-2,0	-13,6	5,6	20,1	15,4	1,5	2,7	12,1

Zeitraum: 11.12.2018-11.12.2023

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



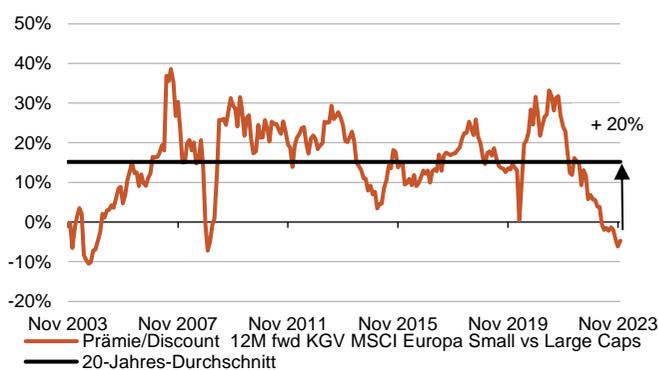
Nachzügler dürften 2024 besser abschneiden

Nächstes Jahr dürfte unserer Meinung nach die Marktbreite wieder ansteigen und damit die Nachzügler von 2023 Aufholpotenzial besitzen. Dafür spricht, dass die „Magnificent 7“ ein starker Konsensus-Trade sind, der viele Zuflüsse 2023 gesehen hat, und die Bewertungen teilweise das gewiss hohe zu erwartende Gewinnwachstum vorwegnehmen. Wir mögen neben Nebenwerten mit gesunden Bilanzen vor allem auch Unternehmen aus der Gesundheitsbranche und Aktien mit China-Bezug, wie beispielsweise Luxusgüterhersteller. Unser Fokus liegt klar auf europäischen Quality-Growth-Werten, die nun keinen Gegenwind mehr durch steigende Zinsen verspüren und von ihren überdurchschnittlich hohen Gewinnwachstumsraten profitieren dürften. „Value“-Regionen wie Lateinamerika und Großbritannien mögen wir weiterhin aus Diversifizierungsgründen. Allerdings wird das Aufwärtspotenzial auch durch eine niedrige Risikoprämie für Aktien, ein nur mäßiges Gewinnwachstum 2024 und Anzeichen dafür, dass der Markt bereits eine sanfte Landung einpreist, begrenzt. Insgesamt erachten wir somit sowohl das Potenzial aufwärts (Gewinne, Bewertungen, optimistische Anlegerstimmung) als auch abwärts (Positionierung nicht extrem, Zentralbanken wohl unterstützender) für Aktien als begrenzt. Ein moderater Rücksetzer in H1 nach der starken Rallye seit Oktober 2023 angesichts sich abkühlender Wirtschaftsdaten scheint uns nicht unwahrscheinlich. Zumal auch der US-Präsidentschaftswahlkampf in seine heiße Phase geht. Dieser dürfte naturgemäß für etwas Volatilität an den Märkten sorgen.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

Europäische Small Caps sind historisch attraktiv

Relative Bewertung von europäischen Small Caps vs Large Caps auf KGV-Basis (Monatsdaten)



Zeitraum: 30.11.2003-30.11.2023
Quelle: Factset, eigene Berechnungen

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

Positive Vorzeichen

In unseren Gesprächen mit Unternehmen im Rahmen von Konferenzen und Einzelgesprächen äußerten sich Unternehmenslenker mit ganz unterschiedlichen Blickwinkeln zum kommenden Jahr. In der Halbleiterindustrie verdichten sich die Anzeichen, dass 2024 eine Erholung der Nachfrage einsetzen sollte. Wesentliche Treiber sind die starke Erholung im Segment der Speichermedien, nachdem vorhandene Überkapazitäten abgebaut wurden. Auch aus der Private-Equity-Industrie sind wieder positivere Stimmen zu vernehmen, da sich das Umfeld für Transaktionen schon jetzt aufhellt und auch im kommenden Jahr eine Auflösung des Deal-Rückstaus erwartet wird. Im Bereich der Luxusgüter machte sich hingegen die temporäre Abschwächung des Konsumenten, insbesondere in den USA, bemerkbar. Die führenden Unternehmen der Branche sehen dies jedoch nur als temporäre Abschwächung und nicht als strukturelles Problem. Losgelöst von Wirtschaftsdaten, wird der Gesundheitssektor aktuell von den Debatten um die neuen Adipositasmedikamente von Novo Nordisk und Eli Lilly sowie von deren erwarteten negativen Auswirkungen auf Bereiche der Medizintechnik dominiert. Abschließend lässt sich festhalten, dass nach den Zinsanpassungen der letzten Monate, 2024 vor allem die wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmen im Fokus stehen dürfte.

Matthias Born, CIO Aktien

Prognoseübersicht: Aufwärtspotenzial limitiert

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

Indexprognosen	Aktuell		Ø*	
	13.12.2023	30.06.2024	31.12.2024	In 12 Monaten
S&P 500	4.707	4.700	4.850	5.074
DAX	16.766	17.300	18.000	19.188
Euro Stoxx 50	4.530	4.700	4.800	5.009
MSCI UK	2.164	2.350	2.400	2.556
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	-0,2	3,0	7,8
DAX	-	3,2	7,4	14,4
Euro Stoxx 50	-	3,7	6,0	10,6
MSCI UK	-	8,6	10,9	18,1

* Durchschnitt, Konsensus Bottom-up per 13.12.2023
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



EIN AUSSICHTSREICHES JAHR FÜR ANLEIHEN

AUF DEN PUNKT

- US Treasuries und UK Gilts bei Staatspapieren hoher Bonität in Lokalwährung vorn – Bundesanleihen nicht erste Wahl.
- Bei europäischen Unternehmensanleihen bevorzugen wir den Investment-Grade-Bereich und meiden Zyklis.
- In den Schwellenländern sehen wir besonders im Lokalwährungssegment Potenzial.

Die guten Zeiten sind nicht vorbei

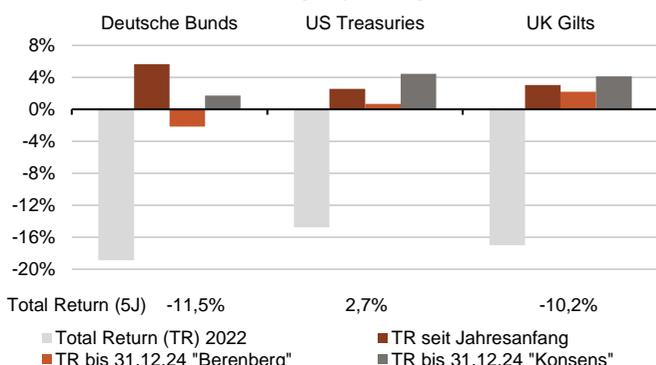
Die seit rund einem Jahr disinflationäre Entwicklung sowie der zuletzt damit einhergehende Verzicht der großen Zentralbanken auf eine Fortsetzung ihrer zinspolitischen Straffung haben den Anleihemärkten jüngst ordentlich Auftrieb gegeben. Das heißt nicht, dass jetzt schwächere Zeiten folgen müssen. Im Gegenteil: Auch für das Jahr 2024 sehen wir mehrere Möglichkeiten, mit Festverzinslichen positive Erträge zu erzielen. Welche sind das im Einzelnen und welche Segmente vermeiden wir?

Sichere Staatsanleihen: Der Ausblick bietet weiterhin Chancen

Dass sich Staatsanleihen hoher Bonität mit einem positiven Abschlussquartal aus dem Jahr 2023 verabschieden, dürfte zumindest für den angelsächsischen Raum in jeweiliger Lokalwährung für die kommenden zwölf Monate wegweisenden Charakter besitzen. Zwar sind wir bezüglich der weiteren Entwicklung der Renditen im zehnjährigen Laufzeitsegment sowohl für US Treasuries als auch für UK Gilts vorsichtiger als die Konsensschätzung, doch

Staatsanleihen selektiv mit positiven Aussichten für das Jahr 2024

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



Zeitraum: 13.12.2018-13.12.2023
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7-10 Jahre, TR)

selbst bei leicht steigenden Renditen wird die laufende Verzinsung ausreichend sein, um insgesamt positive Erträge zu erzielen. Deutsche Bundesanleihen dagegen sehen sich aufgrund ihrer niedrigeren Basisverzinsung stärkerem Gegenwind ausgesetzt (siehe Abb. unten links). Über alle drei Währungsräume stützt allerdings unsere Erwartung, dass die Notenbanken bei weiter rückläufiger Inflation geldpolitische Spielräume nutzen und ihre Leitzinsen im Jahresverlauf senken. US Fed und Bank of England gehen dabei voraussichtlich dynamischer voran als die Europäische Zentralbank.

Unternehmensanleihen: Konjunkturrisiken nicht eingepreist

Unternehmensanleihen haben konjunkturelle Risiken im abgelaufenen Jahr völlig ignoriert. Dabei entwickelten sich risikoreichere europäische Hochzinsanleihen sogar deutlich besser (+9,9 %) als der defensivere Investment-Grade-Bereich (+6,1 %). Beide Segmente profitierten von deutlich sinkenden Risikoaufschlägen (linke Abb. S. 11) und boten damit Schutz vor steigenden risikolosen Zinsen. Es zeigen sich jedoch zunehmend Risse in der Konjunktur und den Unternehmensergebnissen, und Emittenten mit schwachen Quartalsergebnissen werden mittlerweile vom Markt abgestraft. Zudem ist ein Teil der restriktiven Geldpolitik noch nicht vollständig in schwächeren Konjunkturdaten reflektiert. Dies könnte Unternehmen perspektivisch zunehmend belasten. Die Bewertung von Investment-Grade-Unternehmensanleihen erachten wir zwar im langfristigen Kontext als fair, allerdings sind die konjunkturellen Risiken in den Risikoprämien im Hochzins-Segment (High Yield) kaum eingepreist. In der Folge könnten diese insbesondere bei schwächeren Bonitäten überproportional ansteigen.

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

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

	13.12.2023	30.06.2024		31.12.2024	
	Aktuell	🇪🇺	🇺🇸*	🇪🇺	🇺🇸*
USA					
Leitzins	5,25-5,50	5,00-5,25	5,20	4,25-4,50	4,45
10J US-Rendite	4,02	4,30	4,19	4,40	3,91
Eurozone					
Leitzins	4,50	4,50	4,30	4,00	3,70
10J Bund-Rendite	2,17	2,60	2,41	2,70	2,24
Großbritannien					
Leitzins	5,25	5,00	5,15	4,00	4,50
10J Gilts-Rendite	3,83	4,00	4,02	4,00	3,75

* Durchschnitt, Konsens per 13.12.2023
Quelle: Bloomberg



Wir bevorzugen daher den defensiveren Investment-Grade-Bereich gegenüber High Yield, auch aufgrund der überwiegend soliden Bilanzen und ausreichenden Liquiditätsreserven. Angesichts überzeugender Quartalsergebnisse und attraktiver Bewertungen halten wir ebenfalls an der Übergewichtung von Finanzanleihen fest, während wir zyklische Sektoren meiden. Auch der Blick über den Tellerrand lohnt sich weiterhin. Die Beimischung von defensiven Covered Bonds bzw. Pfandbriefen erhöht die Stabilität und Kreditqualität des Portfolios.

Schwellenländer: Lokalwährungsanleihen attraktiver denn je

Schwellenländeranleihen des Hartwährungssegments haben während des signifikanten US-Zinsanstiegs erneut ihre Standhaftigkeit bewiesen. Aktuell liegen ihre Risikoprämien nahe der Jahrestiefstände, was angesichts des Nettoabflusses aus diesem Bereich bemerkenswert ist. Mit einer Wertsteigerung von ca. 9 % seit Jahresbeginn sind die Einflussfaktoren auf der Lokalwährungsseite andere. Dieses Segment profitiert von einer hohen laufenden Verzinsung sowie von der Tatsache, dass einige Zentralbanken in den Schwellenländern bereits erste Zinssenkungen eingeleitet haben. Tatsächlich haben die Notenbanken in vielen Entwicklungsländern in diesem Zyklus entschlossener agiert als ihre Pendants in den Industrienationen. Zum Teil begannen einige Länder bereits Mitte 2021 mit Zinsanhebungen, während die US Fed ihre Zinswende erst im März 2022 eingeleitet hat. Dieser Vorsprung brachte es auch mit sich, dass die Schwellenländer ihre Zinsen auf einen insgesamt höheren Stand gebracht und länger dort belassen haben. Das versetzt sie nun in die Lage, auch früher wieder senken zu

können (siehe Abb. unten rechts). Einhergehend mit den signifikanten Zinsanhebungen ist die Inflation in den Schwellenländern musterergütig gefallen, was den Zentralbanken zusätzlichen Raum für Zinssenkungen bietet. Das „Höher für länger“-Narrativ bis Oktober 2023 hatte die Einpreisung dieser Option in den Schwellenländerkurven gleichwohl bisher verhindert. Bewertungstechnisch bietet sich daher eine attraktive Einstiegschance. Wir setzen in den lokalen Märkten auf Länder, die sich in einer frühen Phase des Zinszyklus befinden, zum Beispiel Brasilien und Mexiko. Im Hartwährungssegment wiederum präferieren wir langlaufende Anleihen von Emittenten guter Qualität. Darüber hinaus erwarten wir perspektivisch eine Angebotsverknappung, was die positiven Ausichten zusätzlich unterstützen dürfte.

Fazit: Alle besprochenen Segmente bieten gute Ertragschancen

Anders als im Vorjahr sollten sichere Staatspapiere in den kommenden zwölf Monaten vor allem in jeweiliger Lokalwährung außerhalb des Euroraums attraktiv sein. Europäische Unternehmensanleihen bevorzugen wir im Investment-Grade-Segment, gewichten dabei Finanzpapiere über und meiden zyklisches Exposure. Zudem wirken Pfandbriefe stabilitäts- und kreditqualitätserhöhend. In den Schwellenländern schließlich sind Lokalwährungsanleihen zu präferieren – sie profitieren von entschlossen agierenden Notenbanken, die bereits erste Zinssenkungen vollziehen.

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

Unternehmensanleihen: 2023 wiederholt sich nicht

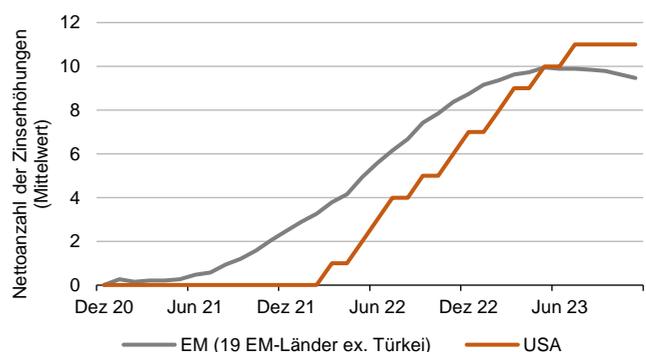
Im 2023 Jahr engten sich die Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen stärker ein als im Investment-Grade-Segment - das sollte sich 2024 nicht wiederholen



Zeitraum: 31.12.2018-11.12.2023, Risikoaufschläge in Basispunkten
Quelle: ICE, eigene Berechnungen

Schwellenländer: Zentralbanken stützen Lokalwährungspapiere

Schwellenländernotenbanken leiteten ihre Zinserhöhungen deutlich früher als die US Fed ein - entsprechend haben sie auch bereits zu senken begonnen



Zeitraum: 31.12.2020-30.11.2023
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



GEOPOLITIK UND KONJUNKTUR BESTIMMEN ROHSTOFFE

Öl mittelfristig mit Aufwärtspotenzial

Nach dem starken Sommer und Herbst startete Öl eher ernüchternd in das vierte Quartal. Erhöhte Nachfragesorgen (die US-Benzinnachfrage sank zwischenzeitlich auf den niedrigsten Stand seit 25 Jahren) ließ Brent-Öl vom September-Hoch in Q4 um ca. 20 US-Dollar pro Barrel sinken. Mit dem Ausbruch des Israel-Hamas Kriegs kam es zu einer kurzen Gegenbewegung. Wegen der geographischen und politischen Nähe zur OPEC fürchteten Anleger Konsequenzen für das bereits knappe Angebot. Nachdem sich der Krieg als lokaler Konflikt abzeichnete, wurde die entstandene Risikoprämie jedoch bereits Anfang November wieder vollständig ausgepreist. Seitdem handelt Öl – zwischen Angebot- und Nachfragesorgen gefangen – datengetrieben in einer volatilen Abwärtsbewegung. Kurzfristig dürfte es Öl schwer haben nach oben auszurechnen. Mittelfristig überwiegen jedoch die Aufwärtsrisiken: auf der Angebotsseite dürfte die OPEC die Produktion knapp halten, die Bohraktivität der US-Schieferölindustrie ist rückläufig, und die globalen Lagerbestände sind historisch niedrig. Auf der Nachfrageseite dürften eine stärkere Nachfrage aus China und kältere Temperaturen im Winter die Preise stützen.

Gold nahe Allzeithoch mit kurzfristig begrenztem Potenzial

Gold glänzte im vierten Quartal. Rückenwind kam dabei von allen Seiten: Beflügelt durch die gestiegene Nachfrage nach sicheren Häfen im Zuge der geopolitischen Eskalation im Nahen Osten kletterte das Edelmetall Ende Oktober das erste Mal seit der Regionalbankenkrise im Frühjahr dieses Jahres über die US-Dollar 2.000-Marke. Durch einen niedrigeren Realzins und schwächeren Dollar gestützt knackte Gold nach einer Normalisierung Ende November dann erneut die 2.000-Marke. Schwächere US-Wirtschaftsdaten hatten die Hoffnungen auf baldige Zinssenkungen verstärkt. Nahe des Allzeithochs ist das weitere Aufwärtspotenzial nun begrenzt. Nach einer Normalisierung der Preisentwicklung bedarf es wohl der tatsächlichen Zinssenkung der Fed als nächsten starken fundamentalen Treiber.

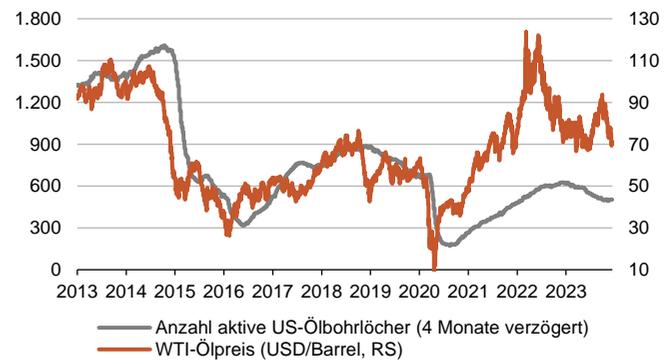
Langfristiges Aufwärtspotenzial bei Metallen intakt

Der LME-Industriemetallindex fiel zu Beginn des vierten Quartals auf den niedrigsten Stand des Jahres. Der Metallkomplex litt im Gegensatz zu seinen Edelmetall- und Energierohstoffpendants unter den möglichen Folgen des Israel-Kriegs für die globale Konjunktur. Ausblickend scheint China die Konjunktur nun nachhaltiger stimulieren zu wollen. Werden die Konjunkturprogramme glaubhaft umgesetzt, dürften die Metalle zusätzlich zur bereits unterstützenden grünen Nachfrage Rückenwind erhalten.

Philina Kuhzarani, Multi Asset Strategy & Research

Öl: Bohraktivität der US-Schieferölindustrie ist rückläufig

Anzahl aktiver US-Ölbohrlöcher (4 Monate verzögert) gegenüber dem WTI-Ölpreis in US-Dollar pro Barrel

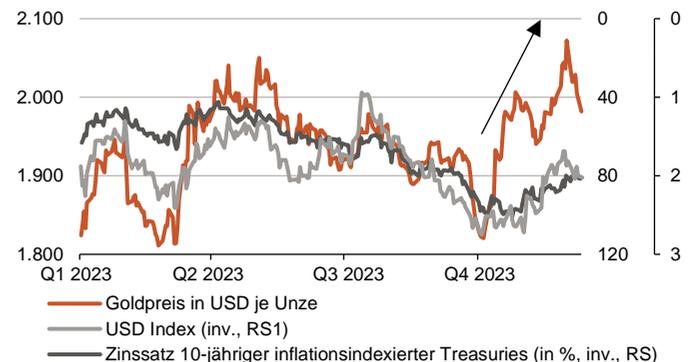


Zeitraum: 01.01.2013-11.12.2023

Quelle: Bloomberg, EIA, eigene Berechnungen

Gold: Rückenwind durch fallende Realzinsen und US-Dollar

Goldpreis in US-Dollar gegenüber Zinssatz 10-jähriger inflationsindexierter Treasuries (invertiert) und US-Dollar-Index (invertiert)

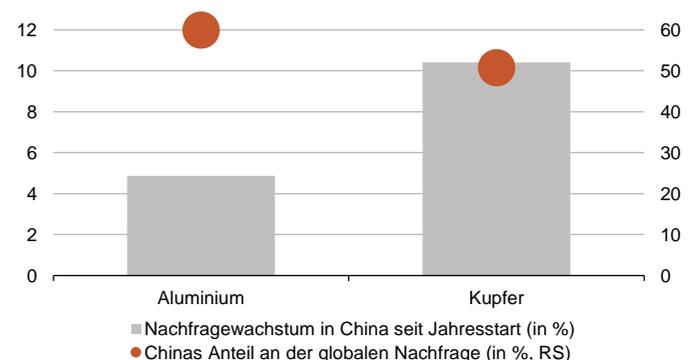


Zeitraum: 01.01.2023-11.12.2023

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Metalle: Grüne Nachfrage aus China stützt (bereits) langfristig

Nachfragewachstum in China seit Jahresstart und Chinas Anteil an der globalen Nachfrage einzelner Metalle



Zeitraum: 01.01.2023-30.11.2023

Quelle: Bloomberg, Goldman Sachs, eigene Berechnungen



EURO/US-DOLLAR: INFLATIONSDYNAMIK IM FOKUS

Geo- und Geldpolitik sind die Haupttreiber am Devisenmarkt

Der Euro musste im Jahr 2023 immer wieder Rückschläge hinnehmen. Insbesondere im dritten Quartal ging es kräftig bergab, sodass der Eurokurs mit weniger als 1,05 US-Dollar je Euro in das vierte Quartal startete. Zunächst blieb der Euro auch im vierten Quartal unter Druck, konnte aber im November deutlich Boden gutmachen und bis 1,10 aufwerten, ehe er im Dezember wieder leicht abgab. Der Beschleuniger für den Euro-Anstieg war die Veröffentlichung der Inflationsdaten für den Oktober. Auf den anhaltenden Rückgang der Inflationsrate reagierten die Marktakteure erleichtert. Eine weitere Straffung der US-Geldpolitik gilt seither als äußerst unwahrscheinlich. Der Dollar hat dadurch einen Teil seiner Überbewertung verloren.

Doch auch auf dem aktuellen Niveau bleibt der US-Dollar gemessen an fundamentalen Kriterien überbewertet. Das liegt insbesondere an der geopolitischen Situation, die immer wieder Gelder in den sicheren Anlagehafen US-Dollar treibt. Daran dürfte sich auch im kommenden Jahr nicht viel ändern. Wenn die Weltlage annähernd so instabil bleibt wie in diesem Jahr, wird es immer wieder Anlässe geben, US-Dollar-Positionen aufzubauen. Der Greenback dürfte deshalb ähnlich wie der Schweizer Franken, der ebenfalls in Krisenzeiten nachgefragt wird, strukturell stark bleiben.

Ein zweiter wichtiger Faktor war die Widerstandsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft. Trotz der rasant gestiegenen Zinsen kam es nicht zum Konjunkturabsturz. Bisher sieht es nach einer sanften Landung aus. Beim Blick nach vorn hängt viel davon ab, wie stark die Inflation in den USA und in der Eurozone zurückgeht und wie sich die Konjunktur entwickelt. Die letzten Inflationsdaten sprechen dafür, dass die Notenbanken den Fuß im kommenden Jahr etwas vom Bremspedal lösen können, um die Konjunktur zu unterstützen. Die US-Notenbank könnte etwas früher beginnen, den Leitzins zu senken. Auch dürfte sie ihn im Jahresverlauf stärker senken als die EZB. Insgesamt spricht das für einen etwas schwächeren US-Dollar und somit für einen stärkeren Euro. Der starke Rückgang der Euro-Inflation im November und die darauf folgende Reaktion des Devisenmarktes mit einem wieder schwächeren Euro zeigen aber, wie sehr der Devisenmarkt von Inflationsdaten und der Annahme über die weitere Geldpolitik abhängt.

2024 steht in den USA die Präsidentschaftswahl an. Noch ist es zu früh, um Analysen über den potenziellen Ausgang zu erstellen. Recht klar ist aber, dass die Notenbank die Wahl bei ihren geldpolitischen Entscheidungen im Hinterkopf haben wird.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

EUR/USD: Hält der Zinsvorsprung der USA?

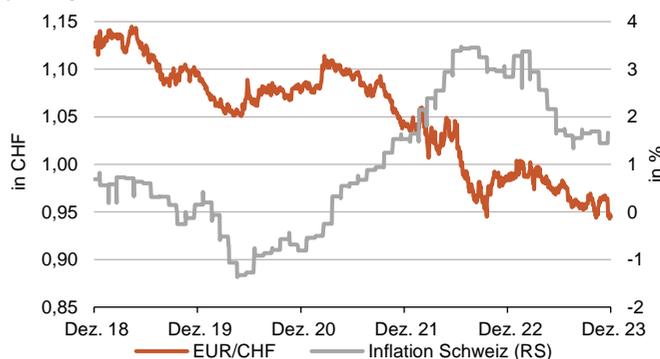
Sowohl die Leitzinsen als auch die Marktzinsen haben dem US-Dollar 2023 Schub gegeben. Doch 2024 könnte der Vorteil etwas abschmelzen



Zeitraum: 11.12.2018-11.12.2023
EUR in US-Dollar; Zinsdifferenz in %. Quelle: Macrobond

EUR/CHF: Schweizer Franken als sicherer Hafen weiter gefragt

EUR/CHF liegt weiterhin deutlich unter der Parität. Solange die geopolitischen Spannungen anhalten, bleibt der Franken stark



Zeitraum: 11.12.2018-11.12.2023
Euro in Schweizer Franken; Inflation in %. Quelle: Macrobond

Wechselkursprognosen

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

Wechselkursprognose	13.12.2023 Aktuell	30.06.2024		31.12.2024	
		🇪🇺	🇺🇸*	🇪🇺	🇺🇸*
EUR/USD	1,09	1,12	1,10	1,15	1,12
EUR/GBP	0,86	0,86	0,88	0,85	0,88
EUR/CHF	0,95	0,96	0,97	0,97	0,99
EUR/JPY	155	145	155	140	155
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-2,9	-1,1	-5,4	-2,9
GBP	-	0,2	-2,1	1,4	-2,1
CHF	-	-1,3	-2,3	-2,3	-4,3
JPY	-	7,2	0,2	11,0	0,2

* Durchschnitt, Konsens per 13.12.2023
Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT PROF. DR. BERND MEYER

Herr Prof. Meyer, Sie sind Chefanlagestrategie und Leiter Multi Asset im Wealth & Asset Management. Vor einem Jahr hatten Sie prognostiziert, dass 2023 „besser, aber nicht einfacher“ für Anleger wird. Hat sich das bewahrheitet?

2022 gab es breite Verluste über beinahe alle Anlageklassen. Lediglich Rohstoffe performten. Aktien und Anleihen verloren im Gleichlauf. Grund war eine allgemeine Bewertungsreduktion getrieben durch einen starken Anstieg der realen Rendite – die Realrendite 10-jähriger inflationsindexierter US-Anleihen stieg um 2,5 Prozentpunkte. Ein weiterer Anstieg ähnlichen Ausmaßes war sehr unwahrscheinlich. Zudem waren die Bewertungen von Aktien und Anleihen bereits deutlich attraktiver geworden. Das hat sich 2023 auch bewahrheitet. Aktien haben einen Teil der Verluste aus 2022 aufgeholt, und auch Anleihen haben sich über nahezu alle Segmente positiv entwickelt. Von daher war 2023 in der Tat ein besseres Jahr, wenn auch nicht einfacher für Anleger.

Was hat das Jahr 2023 für Anleger so schwierig gemacht?

2023 gab es viele Überraschungen gegenüber den Konsenserwartungen. Ende 2022 war die Erwartung, dass infolge der restriktiveren Geldpolitik die US-Konjunktur Anfang 2023 stagniert und danach bis zum Herbst 2023 in eine milde Rezession fällt, die es der Fed erlaubt, ab der zweiten Jahreshälfte die Zinsen wieder zu senken. In Europa schien sich bereits eine Rezession abzuzeichnen, die sich aufgrund der hohen Energiepreise über den gesamten Winter erstrecken sollte. Für China wurde mit der Lockerung der rigiden Null-Covid-Politik eine Stabilisierung und Erholung der Wirtschaft erwartet. Letztlich ist aber alles anders gekommen.

Europa ist viel besser durch den Winter gekommen als erwartet, rutschte aber im zweiten Halbjahr in Richtung Rezession. Die China-Erholung war nur von kurzer Dauer, und die US-Wirtschaft hat sich – trotz der Bankenkrise im Frühjahr – als überraschend robust erwiesen. US-Wirtschaftsdaten haben das gesamte Jahr kontinuierlich positiv überrascht. Damit gab es im zweiten Halbjahr statt den ersten Zinssenkungen weitere Zinssteigerungen. Die Geldpolitik wurde deutlich restriktiver als erwartet und Anleiherenditen stiegen weiter, auch begünstigt durch eine steigende US-Staatsverschuldung. Die Realrendite 10-jähriger inflationsindexierter Anleihen kletterte im dritten Quartal um einen weiteren Prozentpunkt. Ähnlich wie 2022 verloren Aktien und Anleihen dann wieder im Gleichlauf. Insbesondere Anlagen mit hoher Zinssensitivität, wie beispielsweise Wachstums- und Nebenwerte, litten. Die Märkte erlebten in gewissem Maße eine Fortsetzung des perfekten Sturmes des Jahres 2022. Erst im November setzte mit schwächeren US-Konjunkturdaten eine Gegenbewegung ein. Das



dominierende Thema am Markt wechselte somit ständig, und Anleiherenditen schwankten stark. Erschwerend wirkte, dass in den USA das Thema Künstliche Intelligenz einzelne große Technologietitel trotz steigender Zinsen beflügelte, während der Rest des Marktes auf der Stelle trat. Die geringe Marktbreite und die starke Outperformance der sogenannten „Magnificent 7“ war ein entscheidendes Merkmal im Jahr 2023. Und letztlich kam mit dem Israel-Hamas-Konflikt ein weiteres geopolitisches Risiko hinzu.

Was haben diese Entwicklungen für die Multi-Asset-Strategien bedeutet? Welche Anpassungen haben Sie im Jahresverlauf gemacht?

Unsere Strategien haben sich wie die Märkte positiv entwickelt. Trotzdem konnte die Performance unserer Strategien nach dem schmerzhaften Jahr 2022 auch 2023 nicht an die erfreulichen Ergebnisse der vorangegangenen Jahre anknüpfen. Die Belastung kam von drei Fronten: der breiten Diversifizierung, einer vorsichtigen Positionierung ab März sowie der Aktienselektion.

Die Bodenbildung bei Aktien im 2. Halbjahr 2022 hatten wir richtig erwartet und sind ab Herbst 2022 mit ordentlich Schwung ins Jahr 2023 gestartet. Nach der deutlichen Erholung bis Februar und mit der US-Regionalbankenkrise und der weiter restriktiven Geldpolitik mehrten sich jedoch die Risiken, und wir haben uns wieder defensiver und breiter positioniert. Das war zu früh. Von der Entwicklung amerikanischer Aktien im Zuge der KI-Euphorie bis Ende Juli haben wir aufgrund unserer US-Untergewichtung angesichts der noch immer hohen Bewertungen von US-Aktien kaum profitiert. Andere Anlagen haben hingegen kaum zugelegt oder sind gefallen. Das Ausbleiben einer deutlichen Erholung in China



belastete das direkte und indirekte China-Exposure in unseren Portfolios. So stiegen auch Rohstoffe erst im zweiten Halbjahr. Diversifikation war im Umfeld erhöhter Risiken zwar gerechtfertigt, hat sich aber in der ersten Jahreshälfte genauso wenig ausgezahlt wie unsere deutliche Beimischung von Nebenwerten. Zudem fiel das in vielen unserer Strategien eingesetzte Tailhedge-Zertifikat im Umfeld steigender Aktienmärkte und rückläufiger Volatilität.

Von Juli bis Oktober war eine deutliche Rohstoffbeimischung von Vorteil, auch unsere Skepsis gegenüber der Gesamtmarktentwicklung zahlte sich aus – europäische Aktien fielen deutlich unter die Niveaus von Februar, amerikanische Aktien fielen auf die Februar-niveaus zurück. Der weitere Anstieg der US-Realrenditen auf 2,5 % belastete jedoch erneut die bei Berenberg im Fokus stehenden Qualitäts- und Wachstumstitel sowie Nebenwerte. Dazu kamen einzelne enttäuschende Entwicklungen der selektierten Einzeltitel. Positiver war unsere Durationssteuerung bei Anleihen. Bei weiter steigenden Zinsen waren wir hier lange kurz positioniert wegen der hohen Zinsvolatilität und dem stärkeren Gleichlauf von Aktien und Anleihen. Erst zum Ende des dritten Quartals haben wir die Duration auf neutral angehoben, was sich ab November als gut erwies. Nachdem die Aktienmärkte von Juli bis Ende Oktober um mehr als 10 % korrigiert hatten, hoben wir Ende Oktober unser Aktiengewicht auf ein nur noch kleines Untergewicht an.

In welchen Szenarien dürften sich Ihre Multi-Asset-Strategien in den kommenden Monaten überdurchschnittlich entwickeln?

Bei einer Fortsetzung des Umfelds deutlich steigender Zinsen der letzten zwei Jahre, was wir für unwahrscheinlich erachten, dürften es unsere Strategien nicht einfach haben, aber deutlich weniger underperformen. Die Bewertungskorrektur bei Quality-Growth-Aktien dürfte weitestgehend hinter uns liegen, und bei Anleihen dürfte der Carry einen etwaigen weiteren Zinsanstieg (teilweise) kompensieren. Stabilisieren sich hingegen die Zinsen oder fallen, dürften sich unsere Strategien aufgrund des hohen Anleihe- und Gold-Exposures sowie unseres Aktienstils (Fokus auf Wachstums- und Qualitätstitel, sowie Nebenwerte) überdurchschnittlich entwickeln. In einem Szenario, in dem die Aktienmärkte aufgrund einer stärkeren Wirtschaftseintrübung fallen würden, dürfte unsere vorsichtige Aufstellung sowie die Diversifikation dazu beitragen, dass unsere Strategien nur unterproportional verlieren. Im Falle seitwärts laufender Märkte sollten unsere Strategien dank der hohen laufenden Rendite auf Portfolioebene gut abschneiden. Des Weiteren erwarten wir weiter eine Erholung in China im Zeitverlauf.

Dann dürften unsere Strategien von ihren indirekten China-Investments (Industriemetalle etc.) profitieren.

Wie schätzen Sie grundsätzlich das Umfeld für Multi Asset-Strategien ein - besonders in einer Welt mit positiven Anleiherenditen?

Aus meiner Sicht ist der Ausgangspunkt für „wahre“ Multi-Asset-Strategien sehr gut. Anleihen sind mit den deutlich gestiegenen Renditen wieder zu einer attraktiven Assetklasse geworden. Aktien haben abseits der großen KI-Profitere eine deutliche Bewertungskorrektur durchlebt, insbesondere auch Nebenwerte und viele Qualitätstitel. Rohstoffe sind durch die Energiewende, die Deglobalisierung und die Aufrüstung strukturell unterstützt, bei deutlich zu wenig Investitionen in Produktionskapazitäten in den letzten Jahren. Die Renditeerwartungen an die verschiedenen Anlageklassen liegen so nahe beieinander, wie lange nicht, so dass eine breite Diversifikation nicht mit Renditennachteilen einhergehen sollte. Eine mittelfristig wohl höhere Inflation und insbesondere Inflationsvolatilität und damit eine erhöhte Korrelation zwischen Aktien und Anleihen sprechen außerdem für eine breite Diversifikation über alle Anlageklassen, Segmente und Regionen hinweg. Anders als Anlagen in kurzlaufenden sicheren Anleihen oder Termingeld sollte eine solche Aufstellung in den kommenden 5–10 Jahren eine Rendite generieren, die oberhalb der Inflation liegt und damit nicht nur den realen Erhalt des Vermögens, sondern auch dessen Steigerung ermöglichen. Multi-Asset-Ansätze, die stark auf Anlagen mit Sachwertcharakter (Rohstoffe, Aktien) setzen, bieten nicht nur bei überraschender Inflation, sondern auch angesichts der Risiken durch die global steigenden Staatsverschuldungen deutliche Vorteile gegenüber rein nominellen Finanzanlagen.

KURZVITA

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA, ist seit 2017 Chefstrategie des Wealth and Asset Management und für die diskretionären Multi-Asset-Strategien von Berenberg zuständig. Zu ihnen gehören auch die Vermögensverwaltungsmandate. Prof. Dr. Meyer war zunächst Leiter der Europäischen Aktienstrategie bei der Deutschen Bank und baute ab 2010 das globale Cross Asset Strategie Research bei der Commerzbank auf. Er wurde mehrfach ausgezeichnet. So rangierte er mit seinem Team beim renommierten Extel Survey in den Jahren 2013 bis 2017 jeweils unter den besten drei Multi Asset Research Teams weltweit.



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

Tijana Jelicic | Portfoliomanagerin EM-Anleihen

Co-Management von Publikumsfonds und Strategien fokussiert auf EM-Hartwährungs- und Lokalwährungsanleihen

Philina Kuhzarani | Multi Asset Strategy & Research

Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit

Martin Mayer, CEFA | Senior Portfoliomanager Multi Asset

Managt defensive Multi-Asset-Vermögensverwaltungsmandate und analysiert die Anleihemärkte, insbesondere für Staatsanleihen

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie

Leitet den Bereich Multi Asset und ist zuständig für die Kapitalmarktmeinung des Wealth and Asset Management

Dr. Jörn Quitzau | Senior Economist

Analysiert längerfristige Wirtschaftstrends und dabei insbesondere die Entwicklung an den Devisenmärkten

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt

Leitet die volkswirtschaftliche Abteilung und analysiert wirtschaftliche sowie politische Trends, die die Vermögensanlage beeinflussen

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 und Strategien fokussiert auf EM-Hartwährungs- und Lokalwährungsanleihen

Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research

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

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (Basisinformationsblatt, Darstellung der früheren Wertentwicklung, Verkaufsprospekt, aktueller 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. 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 15. Dezember 2023

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