



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

WIEDERAUFSCHWUNG

Eine spürbare Erholung von der tiefsten Rezession seit den 1930er Jahren hat im Mai begonnen, unterstützt von aggressiver Geld- und Fiskalpolitik.

ZÄHER SOMMER

Aktien haben den schnellen Teil der Konjunkturerholung weitgehend eingepreist und politische Risiken rücken wieder stärker in den Fokus. Die Hürde für positive Überraschungen im 3. Quartal liegt hoch.

TROCKENES PULVER

Anleger sitzen auf großen Mengen an Liquidität bei negativer Realverzinsung. Das stützt mittelfristig reale Vermögensgegenstände wie Aktien und Gold.

Q3 | 2020



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,
es war eine beispiellose Erholung, die im zweiten Quartal an den Kapitalmärkten zu beobachten war. Den Nährboden dafür bereitet hatten geld- und fiskalpolitische Maßnahmen gewaltigen Ausmaßes, die nach dem übertriebenen Abverkauf hohe Attraktivität von Aktien sowie der ausgeprägte Pessimismus und die vorsichtige Positionierung weiter Anlegerkreise. Bereits Mitte April hatte der amerikanische Aktienmarkt ausgehend von seinem Tiefststand am 23. März mehr als 20% zugelegt – technisch betrachtet war der US-Bärenmarkt damit schon wieder Geschichte und ein neuer Bullenmarkt gestartet. Bis Anfang Juni legte der Markt weitere 20% zu und stand nur noch rund 5% unter dem Höchststand von Februar. Skepsis nährte die Rallye. Die Masse der Anleger war weiter unterinvestiert, während die Corona-Infektionszahlen abnahmen, die Beschränkungen schrittweise gelockert wurden und sich eine konjunkturelle Erholung abzeichnete. Wie von uns für das zweite Quartal prognostiziert, preisten die Finanzmärkte damit schnell das Szenario einer deutlichen Konjunktererholung ein. Wir profitierten merklich von unserer leicht optimistischen Positionierung.

Allerdings dürfte sich der Aufschwung im dritten Quartal nicht in dem Ausmaß fortsetzen – auch wenn Anleger weiterhin auf hohen Liquiditätsbeständen sitzen und das bei negativer Realverzinsung. In unserem Kernszenario ohne zweite Infektionswelle rechnen wir mit einem „zähen Sommer“ – einer volatilen Seitwärtsbewegung mit Rückschlägen um bis zu 10%. Unsere Volkswirte erwarten eine häkchenförmige Konjunktererholung. Nach einer zügigen V-förmigen Erholung des größten Teils der verlorenen Wirtschaftsleistung wird es anschließend eher zäh. So sollten etwa der Konsum und der Arbeitsmarkt länger belastet, die Sparraten erhöht bleiben. Der V-förmige Teil der Erholung dürfte inzwischen weitgehend eingepreist sein und der Markt wird sich nun zunehmend auf den zäheren Teil fokussieren. Zudem nimmt mit der Aufhellung der Anlegerstimmung die Unterstützung durch Sentiment und Positionierung zunehmend ab. Die Q2-Berichtssaison, insbesondere die Ausblicke der Un-

ternehmen, könnten als Realitätscheck der Erwartungen die weitere Erholung belasten. Weitere stark positive Überraschungen sind nach dem geld- und fiskalpolitischen Feuerwerk im zweiten Quartal auch aus dieser Richtung kaum zu erwarten. Und die politischen Risiken, allen voran die US-Präsidentchaftswahl, der Konflikt zwischen den USA und China wie auch die ungeklärte Brexit-Situation, dürften wieder mehr in den Fokus geraten. Dies spricht kurzfristig gegen eine (deutliche) Übergewichtung bei Aktien, auch wenn es längerfristig keine wirkliche Alternative gibt. Unternehmens- und Schwellenländeranleihen dürften im dritten Quartal die Nase vorn haben. Leicht steigende Renditen dürften sichere Staatsanleihen belasten.

Vor diesem Hintergrund spricht Fondsmanager Andreas Strobl im Insight-Interview über seine Faszination für den deutschen Mittelstand und erklärt, welche Unternehmen aus der Krise gestärkt hervorgehen dürften. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

INHALT

Multi-Asset-Strategie Zäher Sommer	Seite 3
Volkswirtschaft Der Wiederaufschwung beginnt	Seite 6
Aktien Unternehmensausblicke und US-Wahlen im Fokus	Seite 8
Anleihen Auch nach Richtungswechsel noch Chancen	Seite 10
Rohstoffe Gold als Profiteur von Unsicherheit	Seite 12
Währungen Der Euro-Ausblick hellt sich auf	Seite 13
Berenberg Insights Interview mit Andreas Strobl	Seite 14
Impressum	Seite 16



ZÄHER SOMMER

AUF DEN PUNKT

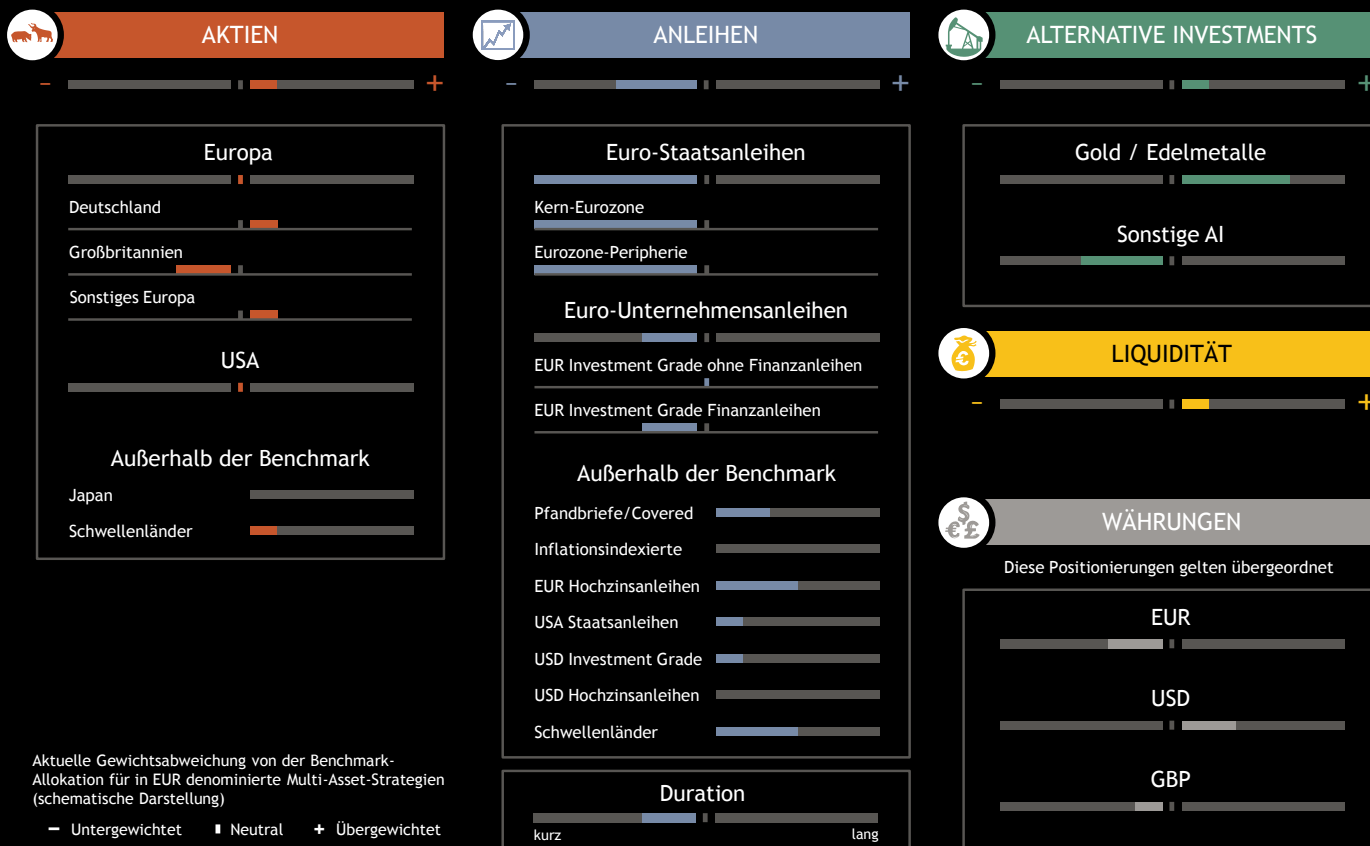
- Aktien haben den V-förmigen Teil der erwarteten häkchenförmigen Konjunkturerholung weitgehend eingepreist.
- Anleger haben weiter viel trockenes Pulver, aber politische Unsicherheiten dürften wieder stärker in den Fokus rücken. Die Hürde für positive Überraschungen in Q3 liegt hoch.
- Aktienmarkt-Rücksetzer von bis zu 10% in Q3 sind nicht ausgeschlossen. Unternehmens- und Schwellenländeranleihen mit solider Seitwärtsrendite und Einengungspotenzial bei aktuellen Risikoaufschlägen bieten einen Mehrwert.
- Gold bleibt mittelfristig von negativen Realzinsen und angesichts steigender Staatsverschuldungen unterstützt.

größere Risiko. In der ausgewogenen Strategie lag die Übergewichtung in der Bandbreite von zwei bis fünf Prozentpunkten. Innerhalb von Aktien haben wir die Exponierung zu Small Caps erhöht, die bei einer Konjunkturerholung mehr Erholungspotenzial bieten. Daneben haben wir seit März Positionen in Unternehmensanleihen ausgebaut, um von den deutlich ausgeweiteten Risikoaufschlägen zu profitieren. An der Übergewichtung bei Gold und der Position in US-Staatsanleihen hielten wir fest.

Ein Ausbau der Aktienquote nach der starken Erholung in Q2 liegt aus unserer Sicht nicht nahe. Die Konjunktur wird sich schrittweise erholen, aber die ersten positiven Überraschungen sind durch. Renditen sicherer Staatsanleihen dürften graduell weiter steigen. Hier bleiben wir untergewichtet. Der US-Dollar dürfte etwas an Wert einbüßen. Innerhalb von Aktien dürften die Schwellenländer von einer Erholung des globalen Wachstums profitieren. Auch Europa dürfte weiter gegenüber den USA aufholen. Unternehmens- und Schwellenländeranleihen bieten Rendite und das Potenzial sich einengender Risikoaufschläge.

Portfoliositionierung auf einen Blick

Seit Ende März fahren wir eine leichte Übergewichtung auf der Aktienseite. Eine Untergewichtung war aus unserer Sicht das



Rückblick zweites Quartal - Mut wurde belohnt

Nach dem durch systematische Anlagestrategien verstärkten scharfen Abverkauf aller riskanteren Anlagen im Frühjahr kam es ab Ende März zu einer Gegenbewegung. Pessimistische Anlegerstimmung und -positionierung trafen auf ein geld- und fiskalpolitisches Feuerwerk und rückläufige Corona-Ansteckungsraten. Die Skepsis blieb jedoch lange hoch. Anleger setzten bis Mitte Mai vorwiegend auf defensive sowie Qualitäts- und Wachstumstitel. Erst mit der schrittweisen Lockerung der Corona-Beschränkungen, ersten Anzeichen einer wieder zunehmenden wirtschaftlichen Aktivität und positiven Konjunkturüberraschungen verloren ab Mitte Mai sichere Häfen wie beispielsweise der Yen oder der US-Dollar ihre Unterstützung. Der Euro und Schwellenländerwährungen zogen an, die Renditen sicherer Staatsanleihen legten zu, Gold geriet unter Druck und zyklischere oder Substanzanlagen holten in einer deutlichen Rotationsbewegung etwas auf. Aufgrund der vorherrschenden Skepsis waren viele Anleger weiter unterinvestiert und wurden so Schritt für Schritt zurück in den Markt gezwungen. Sir John Templeton, bekannt als Stammvater der Idee des Investmentfonds, drückte es einmal so aus: „Bullenmärkte werden im Pessimismus geboren, wachsen in der Skepsis, reifen im Optimismus und sterben in der Euphorie.“ Im Laufe des Junis hellte sich die Anlegerstimmung entsprechend weiter auf, Euphorie herrscht aber nicht.

Aktienrallye trotz Rekordrezession - passt das?

Viele Anleger wundern sich über die starke Erholung der Aktienmärkte und fragen sich, wie diese zu dem drastischen Kon-

junktur- und Gewinneinbruch in diesem Jahr passt. Sie halten die Entwicklung für nicht gerechtfertigt und erwarten starke Rückschläge. Man darf aber nicht vergessen, dass der Wert von Aktien dem abdiskontierten Wert aller zukünftig erwarteten Gewinne entspricht. Fallen die Gewinne im aktuellen Jahr ganz aus oder halbieren sie sich für zwei Jahre, liegen danach aber wieder auf dem alten Gewinnpfad, so reduziert sich der faire Wert der Aktien lediglich um rund 5% – bei gleichbleibenden Zinsen. Die seit Jahresanfang stark gefallenen US-Anleiherenditen sprechen sogar für höhere Aktienbewertungen. Die massiven geld- und fiskalpolitischen Impulse sowie das Fehlen großer realwirtschaftlicher Exzesse, die einer längeren Rezession zur Verarbeitung bedürfen, machen ein eher zügiges Erholungsszenario wahrscheinlich. So erwarten unsere Volkswirte, dass die Wirtschaftsleistung zwei Jahre nach dem Tiefpunkt, d.h. Mitte 2022, wieder das Vorkrisenniveau erreichen wird. Die obere Grafik auf Seite 5 zeigt, dass die Aktienmarktentwicklung mit einer Erholung des globalen Einkaufsmanagerindex auf knapp über 50 in den kommenden Monaten konsistent ist. Eine solche Entwicklung halten wir für realistisch. Im Mai stieg der Index bereits von 39,6 auf 42,2 an.

Risikoprämien weiter attraktiv bei negativen Realzinsen

Wieso sind Aktien dann überhaupt so stark eingebrochen? Das ist nur mit einem deutlich gestiegenen Diskontierungsfaktor zu begründen. Dieser setzt sich aus dem risikofreien Zins und der Prämie für die Übernahme der Aktienrisiken zusammen. Ersterer war rückläufig. Es war also die mit der zunehmenden Unsicherheit und Verlustangst deutlich gestiegene Aktienrisikoprämie,

Deutliche Erholung bei Aktien sowie Unternehmens- und Schwellenländeranleihen im zweiten Quartal, auch Gold legte weiter zu

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang (YTD) und in Q2 20 (in %, EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.*
	■ YTD (31.12.19-17.06.20)		17.06.19	17.06.18	17.06.17	17.06.16	17.06.15		
	■ Q2 20 (31.03.20-17.06.20)		17.06.20	17.06.19	17.06.18	17.06.17	17.06.16		
Gold		13,5	28,6	8,4	-1,6	-2,8	10,2	8,0	12,3
US-Staatsanleihen	-2,0	7,4	7,5	9,7	-5,0	0,3	3,6	3,1	7,4
Euro-Staatsanleihen		0,5	1,1	3,0	-0,1	0,4	4,2	1,7	2,1
Eonia		-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	0,0
USD/EUR		-0,3	-0,2	3,5	-3,5	0,7	0,5	0,2	7,6
Euro-Unternehmensanleihen		-1,9	0,7	3,7	0,6	2,3	4,4	2,3	2,5
EM-Staatsanleihen		0,6	2,6	13,6	-6,7	9,6	8,4	5,3	9,1
S&P 500		5,5	9,8	9,7	12,3	20,8	0,8	10,5	20,9
DAX		8,3	2,5	-7,1	2,0	32,4	-12,3	2,4	20,5
Stoxx Europa 50		24,6	-0,2	4,7	-0,1	20,9	-14,6	1,5	17,8
MSCI EM		12,2	0,8	-3,7	9,5	28,1	-14,8	3,0	17,5
Brent		15,0	-33,1	-10,8	54,4	-14,3	-35,9	-12,7	40,8
		26,7							

Zeitraum: 17.06.2015-17.06.2020

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



spiegelbildlich zum Anstieg der Risikoaufschläge bei Unternehmens- oder Schwellenländeranleihen oder zu den gestiegenen Volatilitätsindizes, die den Einbruch beschleunigt hat.

Gerade diese Prämien waren es in den letzten Monaten und sind es weiterhin, die Aktien sowie Unternehmens- und Schwellenländeranleihen attraktiv machen im Vergleich mit der negativen Realverzinsung, die Anleger auf sichere Staatsanleihen oder Liquidität erhalten. Bis Ende Mai hatten Anleger rekordhohe Liquiditätsbestände aufgebaut und erst ab Juni begonnen, diese leicht zu reduzieren (mittlere Grafik). Anleger dürften nicht ewig dabei zuschauen, wie die Kaufkraft dieser Liquiditätsbestände schmilzt. Denn die Situation dürfte nicht besser werden. Die stark steigenden Staatsverschuldungen sind letztlich nur mit negativen Realzinsen tragfähig, die Zinsen dürften langfristig unterhalb der Inflation bleiben. Dieses Umfeld finanzieller Repression spricht für reale Vermögensgegenstände. Die hohen Liquiditätsbestände dürften damit mittelfristig insbesondere Aktien und Gold unterstützen. Kurzfristig dürften auch Unternehmens- und Schwellenländeranleihen profitieren, die dank ihrer noch ausweiteten Risikoprämien großteils positive Realzinsen bieten.

Bondholdervalue-Fokus der Unternehmen

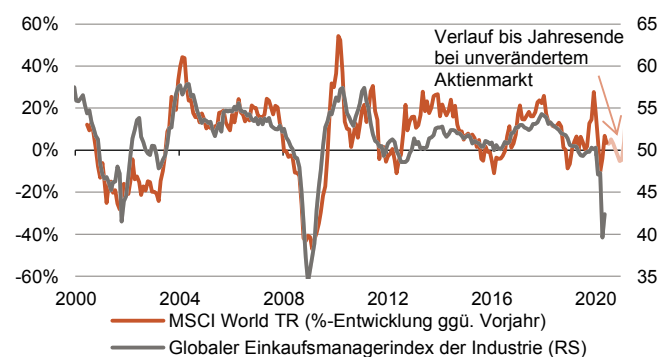
Unternehmensanleihen finden derzeit aber auch Unterstützung durch die Anleihekäufe der Zentralbanken sowie den starken Fokus der Unternehmen auf eine „ordentliche“ Bilanz. In den letzten Jahren stand klar der Shareholdervalue im Fokus, d.h. Unternehmensentscheidungen, die insbesondere den Aktionären zugutekamen, wie Aktienrückkäufe und hohe Dividendenzahlungen zu Lasten einer steigenden Verschuldung. Der diesjährige Gewinneinbruch führt zu einer ungewollt höheren Verschuldung bei zeitgleich deutlich gestiegenen Finanzierungskosten. Das lenkt den Fokus auf den Bondholdervalue. Unternehmen reduzieren oder stoppen Aktienrückkäufe und Dividendenzahlungen und emittieren Aktien, um ihre Bilanzen zu reparieren. Diese Phase des Verschuldungszyklus ist typischerweise die beste Phase für Unternehmensanleihen, sie entwickeln sich häufig ähnlich gut wie Aktien, insbesondere bei risikoadjustierter Betrachtung.

Schwellenländeranleihen dürften im weiteren Verlauf des Jahres von der Konjunkturerholung und einem schwächeren US-Dollar profitieren. Mit dem Abebben der Befürchtungen und der schrittweisen Öffnung nach dem Corona-Lockdown lastet nun zunehmend der seit Jahresbeginn stark rückläufige Renditevorteil von in US-Dollar denominierten Anleihen auf dem US-Dollar.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Aktienmarktentwicklung konsistent mit PMI leicht über 50

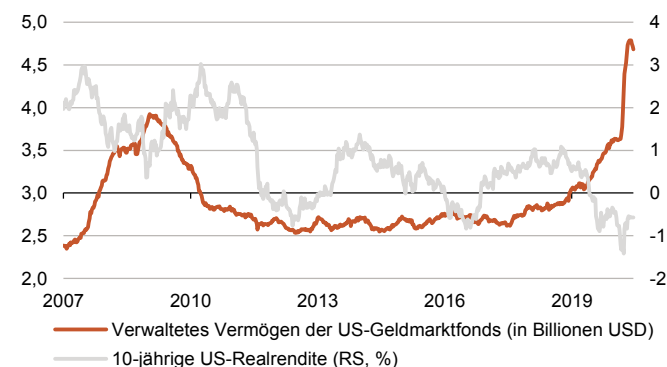
Entwicklung von globalen Aktien ggü. Vorjahr im Vergleich mit dem globalen Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



Zeitraum: 01.01.2000-31.12.2020; Stand 17.06.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Anleger sitzen auf Bergen von Geld bei negativem Realzins

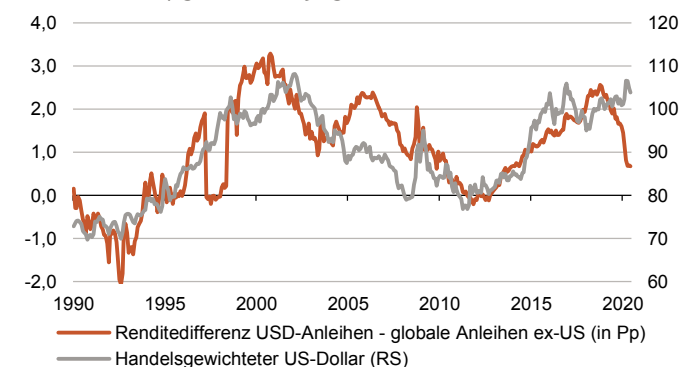
Rekordvolumen US-Geldmarktfonds i. H. v. 4,7 Bill. USD, zum Vergleich: Kapitalisierung Aktien Eurozone (Schwellenländer) = 3,7 (5,1) Bill. USD



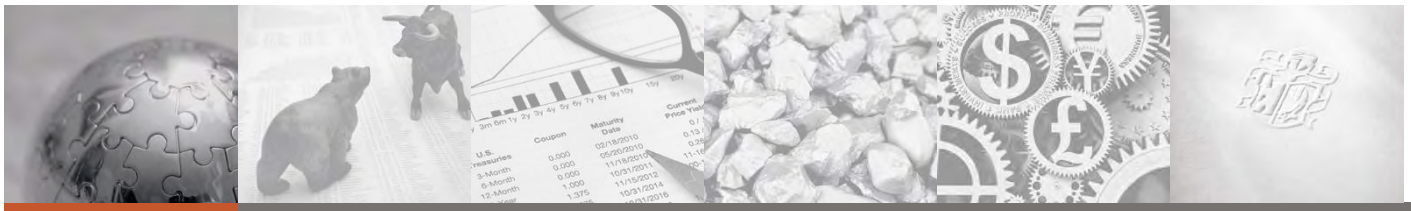
Zeitraum: 31.01.2007-17.06.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Abnehmende Renditedifferenz lastet auf dem US-Dollar

Die Renditedifferenz von USD-Anleihen und globalen Anleihen (exkl. USD) ist dieses Jahr um 1 Pp gesunken. Die jüngste USD-Schwäche könnte sich fortsetzen



Zeitraum: 31.01.1990-17.06.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



CORONA-REZESSION: DER WIEDERAUFSCHWUNG BEGINNT

AUF DEN PUNKT

- Konjunktur: Covid-19-Pandemie hat die Weltwirtschaft in die tiefste Rezession seit den 1930er Jahren gestürzt.
- Spürbarer Wiederaufschwung hat im Mai begonnen.
- Aggressive Geld- und Fiskalpolitik verhindern Finanzkrise und stützen den Aufschwung.

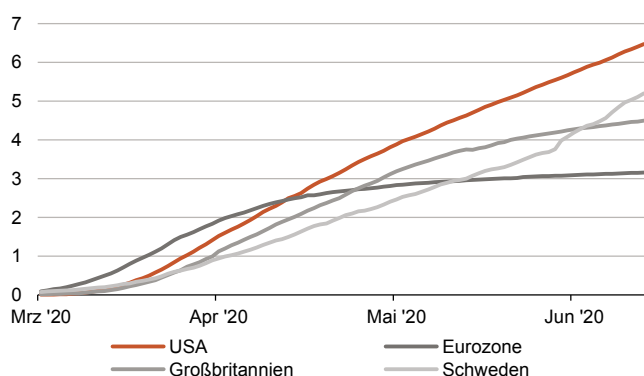
Ein Schock wie selten zuvor

Die Covid-19-Pandemie und die drastischen Eingriffe in das Alltagsleben, um eine Ausbreitung des Virus einzudämmen, haben die Wirtschaft hart getroffen. Die Maßnahmen haben sowohl das Angebot als auch die Nachfrage auf eine Art eingeschränkt, die in Friedenszeiten ihresgleichen sucht. Im März und April 2020 sind nahezu alle entwickelten Länder in eine tiefe Rezession gerutscht. Abhängig von der Härte der jeweils verhängten Einschränkungen des Alltags- und Wirtschaftslebens dürfte die Wirtschaftsleistung in den ersten beiden Quartalen des Jahres um insgesamt zwischen etwa 11% (USA) und bis zu 20% (Eurozone, Großbritannien) zurückgehen. Mit einem erwarteten Einbruch von knapp 15% kommt Deutschland vermutlich glimpflicher davon als die meisten anderen großen Länder Westeuropas.

Die Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie wirken. Nachdem Südeuropa im März nach China zum zweiten Epizentrum der Pandemie geworden war und das Virus sich über ganz Europa ausgebreitet hatte, hat sich die Infektionskurve in der Eurozone erheblich abgeflacht (Grafik links unten). Auch Großbritannien-

Coronavirus-Infektionen: Die Kurve flacht sich ab in Europa

Bestätigte Fälle je 100.000 Einwohner



Zeitraum: 14.03.2020-17.06.2020
Quelle: Johns-Hopkins-Universität

en hat Fortschritte gemacht, während in den USA die Verbesserungen in Bundesstaaten wie New York durch einen raschen Anstieg in anderen Staaten wie Kalifornien ausgeglichen werden.

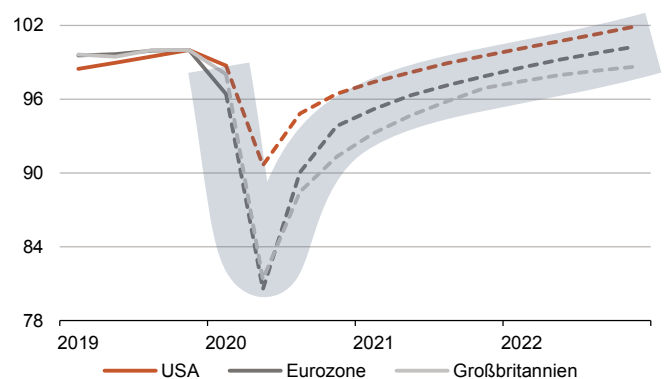
Bereits im Laufe des Aprils haben einige Länder in Europa wie Österreich, Deutschland und Dänemark begonnen, die Restriktionen schrittweise zu lockern. Bisher hat dies nicht zu einem neuen Anstieg der Infektionszahlen in Europa geführt. Dagegen breitet sich das Virus in einigen Schwellenländern weiterhin rasch aus. Brasilien und Lateinamerika scheinen zum neuen Epizentrum der Pandemie zu werden. Mit Ausnahme Mexikos ist die Bedeutung dieser Länder für die Weltwirtschaft und globale Lieferketten jedoch eher gering.

Wir erwarten einen häkchenförmigen Verlauf der Konjunktur. Nach einem dramatischen Einbruch im ersten Halbjahr kann sich ein erheblicher Teil der Wirtschaftsaktivität wieder rasch erholen, wenn die Einschränkungen schrittweise gelockert werden. Von der tiefen Talsohle aus können die Zuwachsraten für einige Zeit ebenfalls beträchtlich ausfallen. Allerdings dürften private Verbraucher und Unternehmen sich nach dem großen Corona-Schock mit Ausgaben und Investitionen mehr zurückhalten als in früheren Aufschwüngen. Der Anstiegswinkel des Aufschwungs dürfte sich im Zeitverlauf deutlich abflachen. Selbst in strukturell weitgehend gesunden Ländern wie Deutschland dürfte es etwa bis Mitte 2022 dauern, bis die Wirtschaftsleistung wieder das Niveau der Zeit vor der Corona-Krise erreicht hat.

Die Pandemie ist ein schwerer Schock, den die Wirtschaft aber vielerorts in 2 bis 3 Jahren überwunden haben sollte. Die beherrschte Reaktion der Wirtschaftspolitik verhindert eine Finanzkrise.

Einbruch und Aufschwung in Häkchenform

Reales Bruttoinlandsprodukt, Q4 2019 = 100



Zeitraum: 01.01.2019-31.12.2022
Quelle: BLS, ONS, Eurostat



Geld- und Fiskalpolitik reagieren auf den Schock

Noch nie haben die Geld- und Fiskalpolitik sowie die Aufsichtsbehörden auf beiden Seiten des Atlantiks so rasch und umfangreich auf einen Schock reagiert wie in den vergangenen Monaten. Die niedrigen Inflationsraten erlauben es den Notenbanken, sich der Konjunkturschwäche entgegenzustemmen. Die Fed hat ihren Leitzins auf nur noch 0,00–0,25% gesenkt, die Bank of England ist auf 0,1% gegangen. Banken, die bestimmte Auflagen für ihre Kreditvergabe erfüllen, können sich bei der Europäischen Zentralbank sogar mit einem Zins von –1% finanzieren. Zudem hat die EZB ein neues Anleihekaufprogramm mit einem Gesamtvolumen von 1.350 Mrd. EUR bis Mitte 2021 aufgelegt. Weitere große Initiativen erwarten wir vorerst nicht.

Flankiert wird der geldpolitische Stimulus von umfangreichen Konjunkturprogrammen. Dabei lag der Schwerpunkt zunächst darauf, Unternehmen im Falle von Liquiditätsengpässen zu helfen und möglichst viele Arbeitnehmer davor zu bewahren, in der Krise entlassen zu werden. Gerade das Instrument der Kurzarbeit, das viele Länder unter anderem Namen eingeführt haben, scheint sich zu bewähren. Selbst in den USA gibt es Regelungen, deren Wirkung in etwa der deutschen Kurzarbeit entspricht. Die Zahlen für Mai deuten darauf hin, dass in den USA die Wende am Arbeitsmarkt bereits begonnen hat. Auch in Europa könnte der Höhepunkt der Kurzarbeit im Mai erreicht oder sogar überschritten worden sein.

Nach der ersten Reaktion zur Verhinderung einer Liquiditäts- und Finanzkrise zielt die Finanzpolitik jetzt immer mehr darauf ab, den Wiederaufschwung abzusichern. Dank seiner soliden

Staatsfinanzen kann sich Deutschland einen besonders großen Stimulus leisten. Einschließlich des neuen Pakets von 130 Mrd. EUR hat Deutschland fiskalische Hilfen von insgesamt etwa 14% seiner jährlichen Wirtschaftsleistung angekündigt, die allerdings im Verlaufe von etwa drei bis vier Jahren ausgezahlt werden sollen. Die Programme können den Aufschwung spürbar stützen.

„Nach dem Abflauen der Pandemie werden die Geld- und Fiskalpolitik den Wiederaufschwung spürbar stützen“

Nach zweimonatigem Zögern hat sich Berlin Mitte Mai zu einem großen Zeichen der Solidarität mit den härter betroffenen Ländern Südeuropas entschlossen. Der Vorschlag der Europäischen Kommission für einen Wiederaufbaufonds von 750 Mrd. EUR kann dazu beitragen, die gefährliche Anti-EU-Stimmung in Italien und anderen Ländern Südeuropas zu dämpfen. Eine politische Diskussion über einen EU- und Euro-Austritt Italiens hätte sonst das Risiko einer auch für Nordeuropa teuren neuen Euro-Krise heraufbeschwören können.

Ausgeprägte Risiken

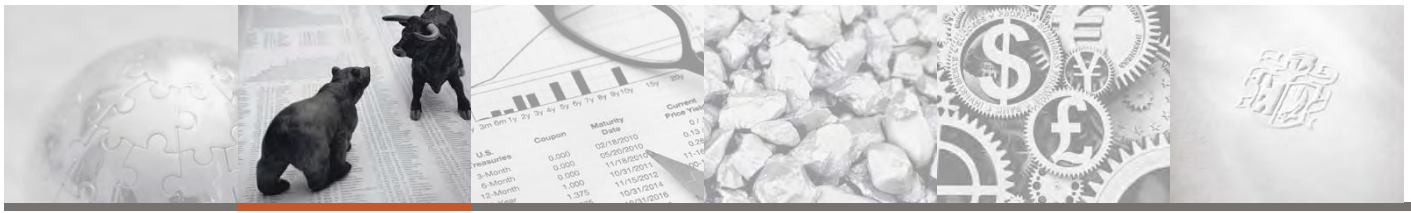
Der erste Corona-Schock flaut ab in der westlichen Welt. Das Risiko einer zweiten Welle müssen wir jedoch im Auge behalten. Allerdings lernen wir langsam, mit dem Virus zu leben. Wir erwarten, dass neue regionale Ausbrüche keine neuen nationalen Lockdowns erfordern werden, die sonst teuer werden könnten.

Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt

Wachstums- und Inflationsprognosen

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2019		2020		2021		2019		2020		2021	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA	2,3	2,3	-4,1	-5,7	3,5	4,0	1,8	1,8	0,7	0,8	0,6	1,7
Eurozone	1,2	1,2	-9,0	-7,8	6,9	5,2	1,2	1,2	0,2	0,4	0,8	1,1
Deutschland	0,6	0,6	-7,4	-6,3	5,9	4,9	1,4	1,4	0,1	0,7	1,6	1,4
Frankreich	1,2	1,2	-11,2	-9,0	8,7	5,9	1,3	1,1	0,5	0,4	0,9	1,0
Italien	0,2	0,2	-11,7	-10,1	7,8	5,5	0,6	0,6	-0,1	0,0	0,4	0,7
Spanien	2,0	2,0	-11,0	-9,3	9,0	5,9	0,8	0,8	-0,5	-0,1	0,4	0,9
Großbritannien	1,4	1,3	-9,0	-7,9	5,0	5,5	1,8	1,8	0,5	0,9	1,0	1,5
Japan	0,8	1,0	-4,5	-4,9	3,6	2,3	0,5	0,5	0,1	-0,1	0,2	0,3
China	6,2	6,1	-3,0	1,8	4,0	8,0	2,9	2,9	3,4	3,0	2,1	2,2
Welt*	2,4	3,0	-4,4	-3,7	3,5	5,0		3,0		2,0		2,5

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.
 ** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 19.06.2020.



UNTERNEHMENSAUSBLICKE UND US-WAHLEN IM FOKUS

AUF DEN PUNKT

- Alle Aktienregionen haben sich im zweiten Quartal deutlich erholt, auch dank gewaltiger Stimulierungsmaßnahmen.
- Dynamik der negativen Gewinnrevisionen dürfte nachlassen. Unternehmensausblicke im Zuge der Q2-Berichtssaison werden wegweisend sein.
- Wir mögen kurzfristig zyklischere Aktienregionen, die von der sich abzeichnenden Wirtschaftserholung profitieren. Die US-Wahlen erhöhen die politische Unsicherheit.

Europa mit starker Erholung in Q2

Nachdem in Q1 noch Corona-Panik unter Anlegern geherrscht hatte, haben sich die Anleger in Q2 stärker auf die zu erwartende Konjunkturerholung im Zuge der weltweiten Stimulierungsmaßnahmen fokussiert. Infolgedessen profitierten vor allem konjunktursensitive Regionen und Branchen. Neben dem DAX und US Small Caps gehörten auch osteuropäische Aktien zu den relativen Gewinnern in Q2, die zusätzlich von einer starken Erholung des Ölpreises profitierten. Aktienindizes wie der S&P 500 oder MSCI EM Asien, die während der Corona-Krise outperformenten, legten in Q2 nur unterdurchschnittlich zu.

Dynamik der negativen Gewinnrevisionen dürfte nachlassen

Die Analysten haben ihre Gewinnschätzungen im Einklang mit den schwächeren Konjunkturdaten und der schlechteren Kon-

sumentenstimmung reduziert, auch wenn zuletzt diese Dynamik deutlich nachgelassen hat. Neue Impulse dürfte die Q2-Berichtssaison geben. Neben den Q2-Ergebnissen werden dann vor allem die Unternehmensausblicke entscheidend sein. Wir rechnen mit weiteren negativen Gewinnrevisionen. Der Konsensus erwartet für 2020 einen Gewinneinbruch von ca. 20% für den MSCI Welt. Wir halten 25% und mehr für nicht ausgeschlossen.

Allerdings dürfte es in 2021 eine deutliche Erholung des Gewinnwachstums geben. Zum einen wird dann der Vorjahresvergleich deutlich einfacher, weil die Gewinne dann gegen das Rezessionsjahr 2020 verglichen werden. Zum anderen dürften die Liquiditätsprogramme der Zentralbanken und die Fiskalprogramme der Regierungen ihre volle Wirkung entfalten. Folglich ist es auch nicht verwunderlich, dass die Analysten insbesondere für Deutschland optimistisch sind.

Zeiteffekt sorgt wieder für niedrigere Bewertungen

Die Aktienbewertungen, vor allem für US-Aktien, scheinen momentan auf KGV-Basis exorbitant hoch zu sein. Sie sind auf dem höchsten Niveau seit der Technologieblase Anfang des Jahrtausends. Allerdings darf man nicht vergessen, dass damals noch ein deutlich höheres Zinsniveau geherrscht hat. Andere Anlageklassen waren damals deutlich attraktiver, als dies heute der Fall ist. Zudem war in dieser Krise relativ klar, dass sie höchstwahrscheinlich zeitlich stark begrenzt ist. Vor allem das Q2-Wirtschaftswachstum ist in Mitleidenschaft gezogen worden. Fällt dieses nun aus der Berechnung der zukünftigen 12-Monats-

In Q2 konnten sich alle Aktienregionen deutlich erholen, insbesondere konjunktursensitive Aktienindizes

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang (YTD) und in Q2 20 (in %, EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.19-17.06.20)		17.06.18	17.06.17	17.06.16	17.06.15	17.06.14			
	■ Q2 20 (31.03.20-17.06.20)		17.06.19	17.06.18	17.06.17	17.06.16	17.06.15			
S&P 500	-2,7	21,5	9,8	9,7	12,3	20,8	0,8	3,4	1,9	24,9
MSCI EM Asien	-4,6	19,3	9,0	-8,9	13,5	31,3	-14,7	1,6	2,2	16,0
Stoxx Europa Defensiv	-5,4	17,6	4,6	5,7	1,1	13,5	-9,8			
Topix	-5,4	17,3	7,0	-7,2	10,6	23,5	-6,9	1,1	2,4	17,6
DAX	-6,5	33,3	2,5	-7,1	2,0	32,4	-12,3	1,5	2,9	20,5
Stoxx Europa 50	-9,1	23,5	-0,2	4,7	-0,1	20,9	-14,6	1,9	3,4	19,5
Stoxx Europa Small 200	-11,2	35,6	0,7	-4,8	8,7	24,3	-9,2	1,7	2,4	28,1
Euro Stoxx 50	-11,7	33,9	-1,7	-0,8	1,5	27,7	-14,5	1,5	3,1	19,7
MSCI USA Small Caps	-12,7	42,3	-4,4	-1,0	15,7	22,0	-6,5	1,9	1,5	50,4
Stoxx Europa Zyklisch	-14,8	40,3	-4,3	-6,5	5,1	31,6	-17,8			
MSCI Großbritannien	-21,0	37,3	-13,2	-1,4	5,8	15,9	-15,3	1,5	4,0	18,3
MSCI EM Osteuropa	-22,2	54,1	-11,5	25,2	9,7	20,1	-11,2	0,9	5,9	11,0

Zeitraum: 17.06.2015-17.06.2020

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



Gewinnerwartungen heraus, so gibt es einen deutlichen Gewinnssprung. Für den S&P 500 rechnen beispielsweise die Analysten damit, dass der Gewinn der Unternehmen in Q2 2021 ca. 65% höher liegt als in Q2 2020. Je mehr schlechte Gewinnquartale also aus der rollierenden Berechnungsweise herausfallen, desto günstiger wird ceteris paribus wieder die KGV-Bewertung.

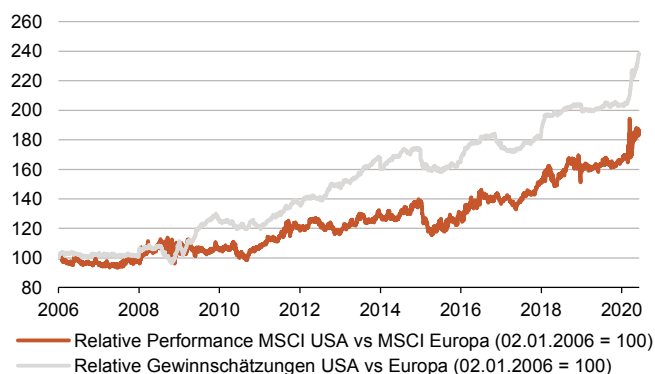
Zyklischere Aktienregionen präferiert

US-Aktien sind langfristig nach wie vor attraktiv, schließlich finden sich viele der innovativsten und profitabelsten Unternehmen in den USA. Kurzfristig könnte es der US-Markt jedoch schwer haben. Das suboptimale Krisenmanagement von Donald Trump sowie die hohe US-Arbeitslosigkeit haben ihn in der Wählergunst zurückgeworfen. Mittlerweile scheint es nicht mehr ausgeschlossen, dass die Demokraten bei den Präsidentschaftswahlen im November nicht nur die Wahl, sondern auch beide Kammern gewinnen. Dann könnte die Steuerreform teilweise zurückgedreht werden. Die Handelskonflikte mit anderen Ländern dürften an Schärfe verlieren. Dies wäre positiv für Europa und die Schwellenländer, welche auch von der zu erwartenden synchronen Wirtschaftserholung nächstes Jahr und einem Auslaufen der US-Dollar-Stärke profitieren dürften. Zudem sind beide Regionen günstiger als die USA bewertet und in den Portfolios internationaler Anleger unterrepräsentiert. Für die Eurozone sprechen zudem die avisierten gewaltigen fiskalpolitischen Programme. Großbritannien dürfte innerhalb Europas das Sorgenkind bleiben, solange die Brexit-Unsicherheit erhöht bleibt.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

Findet die US-Outperformance zumindest vorübergehend ein Ende?

Relative Performance auf Basis der Net-Return-Indizes (inkl. Dividenden) und relative Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate



Zeitraum: 02.01.2006-17.06.2020
Quelle: Bloomberg, Berenberg

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

Corona trennt die Spreu vom Weizen

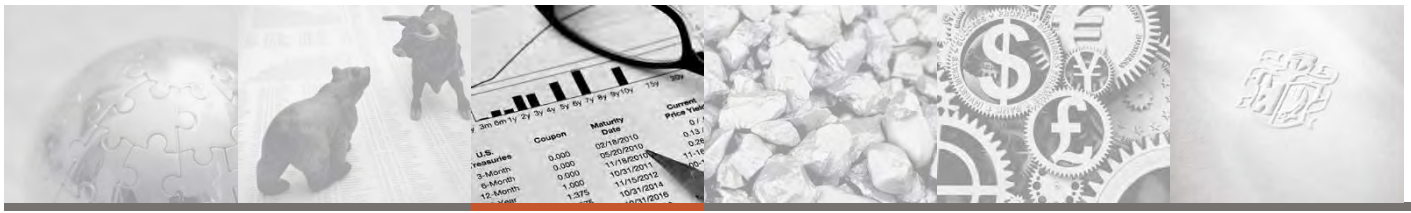
Das zweite Quartal diesen Jahres stand ganz im Zeichen von Corona. So ließen sich die Auswirkungen der Pandemie auf die Wirtschaft auch aus kaum einem unserer Investorengespräche wegdenken. Allerdings sind die verschiedenen Sektoren ganz unterschiedlich betroffen. Während die Reise- und Luftfahrtindustrie nach wie vor einen immensen Nachfragerückgang zu beklagen hat, kann sich die Konsumgüterindustrie vereinzelt schon wieder über Wachstum, insbesondere in China, erfreuen. Große Teile des Technologiesektors berichten weiterhin über eine Beschleunigung des ohnehin schon starken Wachstums. Hier stehen vor allem Bezahl-dienstleister sowie Cloud- und Softwareunternehmen positiv hervor. Unterschiede bestehen auch innerhalb einiger Sektoren. So kommen die großen Pharmakonzerne weitestgehend unbeschadet durch die Krise, während Unternehmen aus der Medizintechnik unter geschlossenen Praxen und dem Einbruch von weniger zeitkritischen Operationen leiden. Die Hoffnung besteht, hier im April den Tiefpunkt gesehen zu haben. Eine Erholung dürfte allerdings mindestens bis zum Ende des Jahres andauern. Wie schon in der Vergangenheit heizt auch diese Krise bestehende strukturelle Wachstumstrends weiter an und schadet vor allem denen, die schon davor zu kämpfen hatten.

Matthias Born, CIO Aktien

Prognoseübersicht: Europa mit Aufholpotenzial

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	17.06.2020	31.12.2020	30.06.2021	
S&P 500	3.113	3.250	3.400	3.288
DAX	12.382	13.000	13.700	12.999
Euro Stoxx 50	3.267	3.500	3.650	3.447
MSCI UK	1.771	1.900	2.000	1.927
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	4,4	9,2	5,6
DAX	-	5,0	10,6	5,0
Euro Stoxx 50	-	7,1	11,7	5,5
MSCI UK	-	7,3	13,0	8,8

* Durchschnitt, Konsens per 17.06.2020.
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



AUCH NACH RICHTUNGSWECHSEL NOCH CHANCEN

AUF DEN PUNKT

- Anstieg der Renditen sicherer Staatsanleihen sollte dank Risk-on-Sentiment trotz Notenbankkäufen anhalten.
- Europäische Unternehmensanleihen bieten besonders im Ratingsegment BBB interessante Chancen.
- Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern bleiben auch nach Erholung attraktiv, insbesondere im Staatssektor.

Anleihemärkte im Wendemanöver

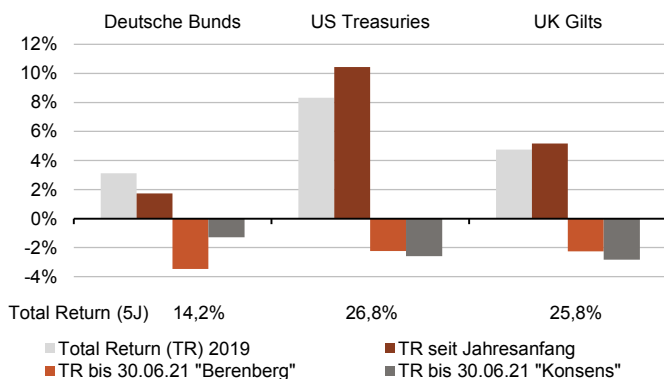
Die Kombination aus einer sich zunehmend entspannenden Situation hinsichtlich der Corona-Pandemie und politischem Willen zur Bewältigung der Krise löste im zweiten Quartal einen klaren Richtungswechsel in den Anleihemärkten aus: Renditen sicherer Staatsanleihen tendierten leicht aufwärts, während die Risikoaufschläge von Unternehmens- und Schwellenländeranleihen deutlich sanken. Aber auch nach teilweise deutlichen Wertaufholungen risikobehafteter Anleihe-segmente bieten die kommenden Monate noch interessante Chancen.

Staatsanleihen zwischen Konjunkturerholung und Notenbanken

Die extremen Turbulenzen des Monats März, der von einem Auf und Ab zwischen den Polen „Flucht in die Sicherheit“ mit stark fallenden und „Liquiditätspräferenz der Investoren“ mit ebenso stark steigenden Renditen gekennzeichnet war, wiederholten sich im zweiten Quartal in dieser Form nicht. Vielmehr sind wir – und das sollte auch die kommenden Monate kennzeichnen – in eine

Sichere Staatsanleihen nur noch zur Absicherung interessant

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



Zeitraum: 17.06.2015-17.06.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7-10 Jahre, TR)

Phase eingetreten, in der in erster Linie andere Faktoren wirken. Einerseits lassen steigende öffentliche Defizite sowie die Hoffnung auf eine weiter voranschreitende Normalisierung des Wirtschaftslebens Staatsanleihen unattraktiver werden, andererseits sind die großen Zentralbanken mit massiven Kaufprogrammen aktiv und arbeiten damit einem übermäßig schnellen und starken Renditeanstieg entgegen. Per saldo rechnen wir damit, dass im weiteren Jahresverlauf der renditeerhöhende Einfluss konjunktureller Erholungstendenzen überwiegt. Relativ interessant aufgrund ihres Renditevorsprungs gegenüber Bundesanleihen bleiben Papiere aus Spanien und Portugal. Zur Absicherung in Multi-Asset-Portfolios bieten US-Staatsanleihen eine ebenfalls höhere laufende Rendite, dürften aber durch einen schwächelnden US-Dollar belastet werden.

Hoffnung an den Kreditmärkten

Nach den massiven Kursverlusten im ersten Quartal starteten die europäischen Märkte für Unternehmensanleihen eine deutliche Erholungsrallye. Speziell riskantere Anlageklassen, wie beispielsweise CoCo- oder High-Yield-Papiere (bedingte Pflichtwandel- bzw. Hochzinsanleihen), entwickelten sich überdurchschnittlich und kompensierten bereits große Teile ihrer vorangegangenen Verluste. Wir erachten europäische Unternehmensanleihen weiterhin als interessant. Selbst wenn sich die Risikoaufschläge bereits ein gutes Stück erholt haben, zeigt die Grafik auf der Folge-seite, dass sie im historischen Vergleich immer noch attraktiv sind. Für dieses Segment spricht darüber hinaus, dass Unternehmen in Rezessionsphasen bemüht sind, ihre Bilanzen zu stärken, die Verschuldung zu reduzieren und Liquiditätsabflüsse mit Hilfe

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2019 und zur Jahresmitte 2020

	17.06.2020 Aktuell	31.12.2020	Ø*	30.06.2021	Ø*
USA					
Leitzins	0,00-0,25	0,00-0,25	0,25	0,00-0,25	0,30
10J US-Rendite	0,74	1,00	0,93	1,00	1,14
Eurozone					
Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10J Bund-Rendite	-0,40	-0,20	-0,38	0,00	-0,23
Großbritannien					
Leitzins	0,10	0,10	0,10	0,10	0,15
10J Gilts-Rendite	0,19	0,40	0,41	0,50	0,56

* Durchschnitt, Konsens per 17.06.2020.
Quelle: Bloomberg

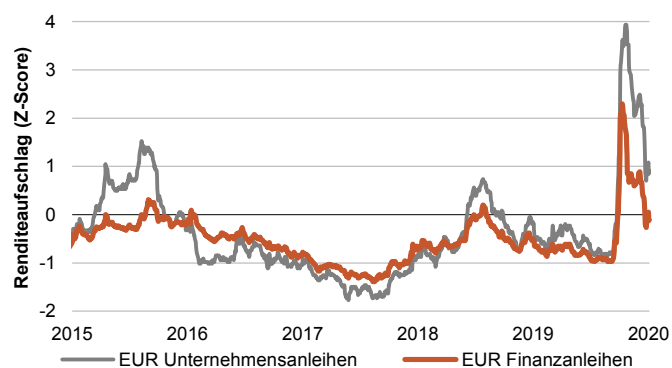
von Sparprogrammen und Dividendenkürzungen einzuschränken. Das vorteilhafte Sentiment spiegelt sich in den seit nunmehr zehn Wochen anhaltenden Zuflüssen für Investmentgrade-Fonds wider, die das Segment in einem sich schrittweise verbessernden Umfeld neben fortgesetzten Zentralbankkäufen auch weiterhin unterstützen dürften. Nach einer Qualitätsrallye besserer Bonitäten kann es künftig sinnvoll sein, sich selektiv im BBB-Bereich nach Chancen umzuschauen. Wir präferieren aktuell defensive Industrien, wie beispielsweise Telekommunikation, Pharma oder Versorger. Dagegen widerstehen wir weiterhin den Verlockungen hoher Renditen in den besonders Corona-anfälligen Bereichen Tourismus, Hotels oder Airlines und warten zunächst eine visible und nachhaltige Stabilisierung der Geschäftsmodelle ab.

Schwellenländer: Hartwährungsanleihen bleiben attraktiv

Das zweite Quartal zeigte sowohl in Hart- als auch in Lokalwährungsanleihen eine positive Entwicklung, mit der noch wenige Wochen zuvor kaum ein Marktteilnehmer gerechnet hatte. Zusätzlich zu den sich allgemein verbessernden Rahmenbedingungen boten insbesondere wenig schwankende US-Treasury-Renditen sowie der sich abschwächende US-Dollar gute Voraussetzungen. Vor allem Hartwährungsanleihen profitierten, am stärksten dabei der Hochzinsbereich. Verhielten sich die Marktteilnehmer zunächst noch vorsichtig, was sich in Kapitalabflüssen spiegelte, änderte sich dieses Bild anschließend. Die positive Performance resultierte zum größten Teil aus der starken Einengung der Risikoaufschläge in der zweiten Quartalshälfte. Trotz Gewinnen im teilweise zweistelligen Prozentbereich, vor allem im bonitätsschwächeren Segment, muss weiterhin auf idiosynkrati-

Unternehmensanleihe-Prämien historisch noch immer attraktiv

Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen sind historisch betrachtet trotz erfolgter Einengungen überdurchschnittlich hoch



Zeitraum: 17.06.2010-17.06.2020, Quelle: Bloomberg
Darstellung: historischer Z-Score, Beobachtungszeitraum 10 Jahre

sche Risiken geachtet werden. Gegenwärtig prominente Beispiele sind der Default in Argentinien sowie extrem gestiegene Kreditrisiken beispielsweise in Sri Lanka, Ecuador und Angola. Die aktuellen Risikoaufschläge für Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährungen sehen wir weiterhin als attraktiv an, die Renditen von Lokalwährungspapieren dagegen als eher unattraktiv. Bei Letzteren reicht das aktuelle Niveau der bereits stark gefallenen Lokalzinsen nicht aus, um das potenzielle Risiko der Währungs- volatilität zu kompensieren. Dennoch haben Schwellenländerwährungen mittelfristig weiterhin Aufwertungspotenzial.

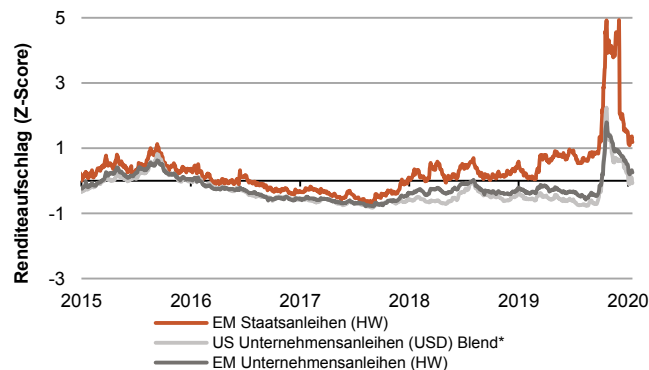
Fazit: Favoritenwechsel dürfte Bestand haben

„Die Ersten werden die Letzten sein“, schrieben wir in der vorigen Ausgabe an dieser Stelle und prognostizierten damit den Verlust des Favoritenstatus sicherer Staatsanleihen im Zuge einer schrittweisen Erholung von der Corona-Krise. Diese Erwartung ist jüngst eingetroffen, und dass die Tendenz anhält, ist unser Hauptszenario für das kommende Quartal. Staatsanleihen aus dem Top-Bonitätssegment bieten sich nur noch zu Absicherungszwecken an, speziell US Treasuries. Europäische Unternehmensanleihen dagegen verfügen besonders im Bereich des unteren Investmentgrades (BBB+ bis BBB-) über bessere Ertragsaussichten. Ausdrücklich optimistisch schauen wir auch auf die Schwellenländer und präferieren dort Staatsanleihen in Hartwährungen. Ihre Risikoprämien haben ihr faires Niveau insbesondere im Gegensatz zu US-Unternehmensanleihen noch nicht wieder erreicht (vgl. Grafik unten rechts).

Martin Mayer, Senior Portfolio Manager Multi Asset
Christian Bettinger, Leiter Fixed Income
Robert Reichle, Leiter Emerging Markets Selection

Schwellenländer: Staatsanleihen in Hartwährung klar bevorzugt

Besonders im Vergleich zu US-Unternehmensanleihen bieten Staatspapiere aus den Emerging Markets (EM) in Hartwährung (HW) höhere Risikoprämien



Zeitraum: 17.06.2005-17.06.2020, Quelle: Bloomberg, * 80%/20% Investmentgrade (IG)/Non-IG, Darstellung: historischer Z-Score, Beobachtungszeitraum 15 Jahre



GOLD ALS PROFITEUR VON UNSICHERHEIT

Historische Aufholjagd von Rohöl vorerst beendet

Der Ölmarkt erlebte in den vergangenen Monaten das wohl spektakulärste Quartal seiner Geschichte. Zunächst bestimmten Sorgen um ein Ende der Lagerkapazitäten den Preis und WTI drehte Mitte April erstmals in der Historie ins Negative. Darauf folgte dank massiver Produktionskürzungen eine rasante Aufholjagd und Öl erlebte schließlich das beste Quartal der letzten 30 Jahre. Kurzfristig überwiegen nun jedoch die Abwärtsrisiken. Zum einen dämpfen die enorm hohen Lagerbestände das weitere Kurspotenzial. Zum anderen kündigten US-Schieferölproduzenten bereits an, ihre Hähne wieder aufzudrehen. Aber auch die Einhaltung der Förderkürzungen innerhalb der OPEC+ dürfte spürbar abnehmen, um den US-Produzenten Einhalt zu gebieten. Die Rückkehr der Nachfrage erfolgt hingegen nur schrittweise. Schließlich ist auch die Positionierung der spekulativen Anleger aktuell sehr optimistisch und könnte somit bei negativen Überraschungen einen Preisverfall verschärfen.

Gold als Mittel gegen Unsicherheit

Gold ließ sich im zweiten Quartal nicht von der Rallye vieler Risikoanlagen beeindrucken. Im Gegenteil. Es bleibt auch weiterhin eine der besten Anlagen seit Jahresbeginn trotz der jüngsten Euro-Stärke. Denn auch wenn die Aktienmärkte im Eiltempo klettern, bleibt Gold dank negativer Realzinsen und einer Vielzahl von Risiken wie den Sorgen um eine zweite Infektionswelle oder dem wieder entflammten Handelskrieg gut unterstützt. Und trotz Rekord-ETF-Beständen dürften viele Anleger in dem Edelmetall immer noch unterinvestiert sein, denn das Verhältnis von Gold-ETFs zu globaler Aktienmarktkapitalisierung liegt bei gerade einmal 1 zu 500 (oder 0,02%). Mittelfristig dürfte die Nachfrage somit weiter anhalten. Dennoch kann eine Phase starker konjunktureller Erholung oder steigender Zinsen diesen Trend zeitweise ausbremsen. Im Portfoliokontext bleibt Gold als Hedge aber weiterhin ein wichtiger Bestandteil.

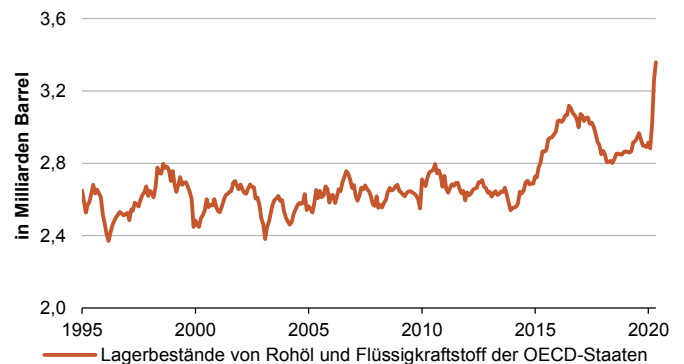
Erholung der Industriemetalle im späteren Verlauf

Industriemetalle folgten im zweiten Quartal der positiven Entwicklung zyklischer Aktien, wenngleich in geringerem Ausmaß. Zwar war der Konjunkturerinbruch auch an den Metallmärkten zu spüren, allerdings wurde dieser durch die vielerorts temporäre Stilllegung von Minen überkompensiert. Außerdem dürften vor allem Metalle, die ihre Anwendung in Infrastrukturprojekten finden, von den Konjunkturprogrammen Chinas zukünftig profitieren. Kurzfristig könnten mit der Rückkehr des Angebots die Metallpreise jedoch zunächst wieder unter Druck geraten.

Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research

Enorme Lagerbestände dämpfen das Potenzial von Rohöl

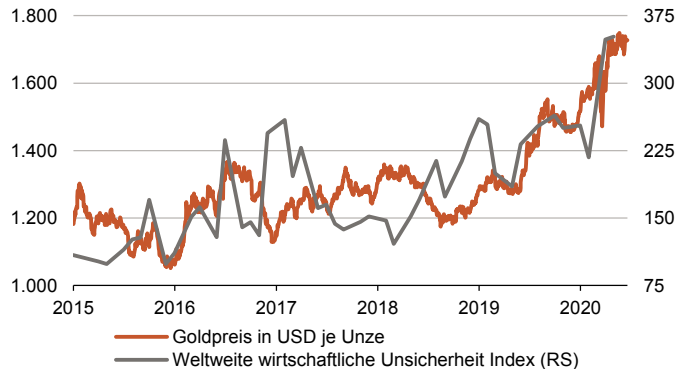
Im Zuge des Nachfrageeinbruchs kam es zu massiven Lageraufbauten. Erst nach einer Normalisierung dieser Bestände kann Rohöl sich nachhaltig erholen



Zeitraum: 01.01.1995-31.05.2020
Quelle: Bloomberg, EIA

Anleger flüchten vermehrt in Gold

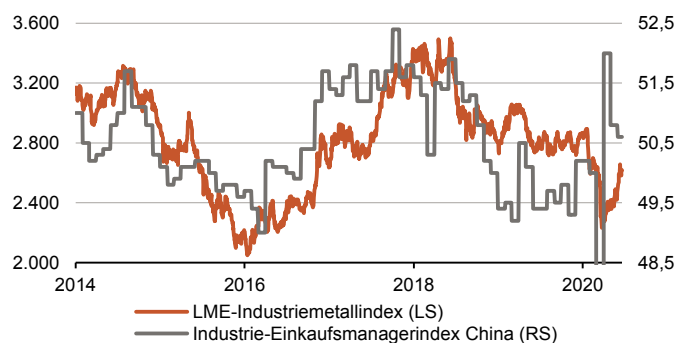
Neben den negativen Realzinsen profitierte Gold in den letzten Jahren auch von der stetig steigenden globalen Unsicherheit



Zeitraum: 01.01.2015-17.06.2020
Quelle: Bloomberg, Baker, Bloom & Davis

Nachfrage der chinesischen Industrie unterstützt Industriemetalle

Der chinesische Einkaufsmanagerindex der Industrie notiert wieder über 50 und signalisiert somit die Rückkehr der Nachfrage für Industriemetalle



Zeitraum: 01.01.2014-17.06.2020
Quelle: Bloomberg



DER EURO-AUSBLICK HELLT SICH AUF

Solidarität stärkt den Euro

Die Zentralbanken haben im zweiten Quartal ihre sehr expansive Geldpolitik fortgesetzt. Für den Devisenmarkt kamen die entscheidenden Impulse zuletzt allerdings weniger von der Geldpolitik als vielmehr von fiskalpolitischer Seite. Der Plan der EU-Kommission, einen 750 Mrd. EUR schweren „Wiederaufbaufonds“ aufzulegen, ist ein starkes Signal, dass Europa die Corona-Krise solidarisch überwinden wird. Die Risikoauflagen auf italienische Staatsanleihen haben sich zurückgebildet. Zudem haben die gewaltigen Konjunkturprogramme das Vertrauen der Finanzmarktakteure in die Gemeinschaftswährung gestärkt, sodass sich der Euro in den letzten Wochen erholen konnte. Die Angst vor einer neuen Euro-Krise ist deutlich geschwunden. Da sich auch konjunkturell Licht am Horizont abzeichnet, verlieren die „Safe haven“-Währungen etwas an Attraktivität. Die europäische Gemeinschaftswährung hat deshalb nicht nur gegenüber dem US-Dollar und dem britischen Pfund zugelegt, auch gegenüber dem Yen und dem Schweizer Franken ging es kräftig bergauf. Wir sehen gute Chancen, dass die höhere Euro-Bewertung nicht nur eine Momentaufnahme bleibt.

Probleme für den US-Dollar

Die USA sehen sich aktuell mit mehreren Herausforderungen konfrontiert: Der schwere konjunkturelle Einbruch hat weitaus stärker auf den Arbeitsmarkt durchgeschlagen als in Europa, wo die Krise mit ausgebauten Sozialstaaten und dem Kurzarbeitergeld wesentlich besser abgefedert wird. Hinzu kommen die innenpolitischen Spannungen mit Unruhen auf den Straßen sowie das Wiederaufkeimen des Handelskonflikts mit China. Schließlich haben bisher Zuflüsse aus den Schwellenländern den Dollar-Kurs gestärkt. Dieser Effekt dürfte nun abflauen und die Nachfrage nach dem Dollar reduzieren. Insgesamt spricht deshalb viel dafür, dass der Euro das aktuelle Niveau von 1,12 US-Dollar je Euro im weiteren Jahresverlauf halten und noch etwas ausbauen kann.

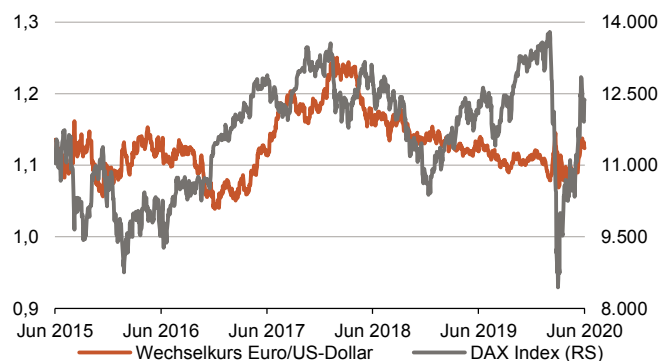
Pfund: Wirtschaftliche und politische Risiken belasten

Gegenüber der britischen Währung hat sich der Wechselkurs zuletzt knapp unter 0,90 Pfund je Euro eingependelt. Der Anstieg ist auf die gute Verfassung des Euro zurückzuführen, aber auch auf die politischen und wirtschaftlichen Risiken in Großbritannien. Die Gefahr, dass es bis Jahresende kein Anschlussabkommen mit der EU gibt und dass es deshalb zum harten Brexit kommt, ist noch nicht aus der Welt. Auch der schärfere Konjunkturreinbruch und die schwächere Erholung im kommenden Jahr dürften das Pfund vorerst weiter belasten.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

EUR/USD: neuer Anlauf für Euro-Comeback

Nach der Geldpolitik kommen nun auch positive Impulse von der europäischen Finanzpolitik

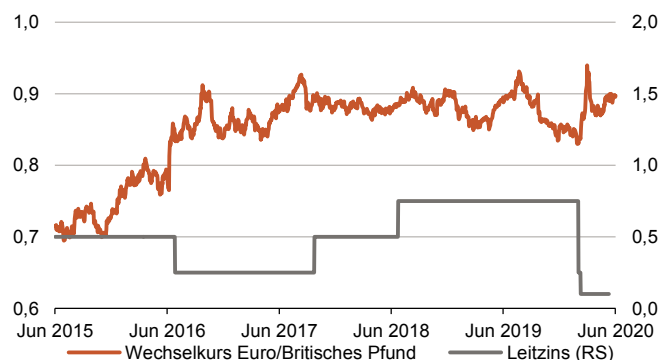


Zeitraum: 17.06.2015-17.06.2020

Wechselkurs in US-Dollar, DAX Index in Punkten. Quelle: Bloomberg

EUR/GBP: Risiko eines No-Deal-Brexits belastet

Der Euro profitiert von den konjunkturellen und politischen Risiken in Großbritannien. Das Pfund dürfte erst im kommenden Jahr bessere Zeiten sehen



Zeitraum: 17.06.2015-17.06.2020

Wechselkurs in GBP, Leitzins in %. Quelle: Bloomberg

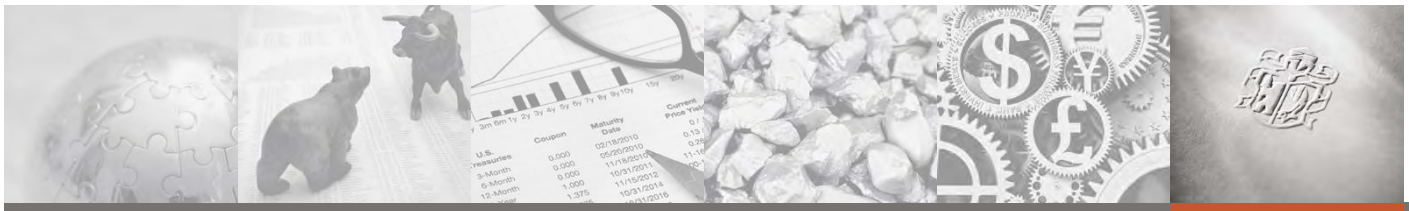
Wechselkursprognosen

Wenn die Last der politischen Risiken schwindet, wird der Eurokurs weiter steigen

Wechselkursprognose	17.06.2020	31.12.2020		30.06.2021	
	Aktuell	€	Ø*	€	Ø*
EUR/USD	1,12	1,15	1,13	1,16	1,15
EUR/GBP	0,90	0,91	0,89	0,89	0,89
EUR/CHF	1,07	1,10	1,08	1,11	1,10
EUR/JPY	120	124	120	124	123
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-2,2	-0,5	-3,1	-2,2
GBP	-	-1,6	0,6	0,6	0,6
CHF	-	-3,0	-1,2	-3,9	-3,0
JPY	-	-3,0	0,3	-3,0	-2,2

* Durchschnitt, Konsens per 18.06.2020.

Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT ANDREAS STROBL

Herr Strobl, Sie verantworten als Portfoliomanager die deutschen Aktienfonds im Hause Berenberg, Ihre Leidenschaft liegt dabei im deutschen Mittelstand. Was begeistert Sie an diesen Unternehmen und was macht sie so einzigartig?

Der Mittelstand ist das Rückgrat der deutschen Wirtschaft, mehr als jeder zweite Euro der Nettowertschöpfung kommt hierzulande von kleinen Unternehmen. Viele Firmen sind Hidden Champions, sind also Weltmarktführer in ihren Nischen und haben diese Position sehr erfolgreich im globalen Wettbewerb verteidigt. Sie sind aber in der Öffentlichkeit relativ unbekannt und werden auch von Analysten nur wenig beachtet. Deshalb kann ich mit meinen eigenen Untersuchungen und Beobachtungen deutlich mehr Wert für die Fonds schaffen als bei Großunternehmen, die von einer Vielzahl von Analysten gecovert werden.

Und was unterscheidet noch die Großen von den Kleinen?

Dank ihrer technologisch überlegenen Produkte sollten Mittelständler mittelfristig attraktivere Wachstumsraten erwirtschaften als Großkonzerne. Zudem lege ich großen Wert auf familiengeführte Unternehmen. Denn in den kleineren Firmen hat das Management viel mehr Einfluss auf die Unternehmensentwicklung, als es bei Großkonzernen der Fall ist. Zusätzlich besteht eine größere Koppelung an die Interessen der Aktionäre, da die Gründerfamilien meist noch einen signifikanten Anteil an den Unternehmen halten. Den Kontakt zum Management herzustellen, faszinierende Produkte zu entdecken und die Charaktere hinter dem Unternehmenserfolg kennenzulernen und richtig zu analysieren, ist das Spannende und Essentielle an meinem Job. Das war etwas, was mich schon immer gerade bei den Small Caps fasziniert hat: Warum sind manche Unternehmen und Personen erfolgreich, warum andere nicht?

Sie sind seit vielen Jahren erfolgreich in Ihrem Beruf. Was ist Ihr Erfolgsgeheimnis?

Detaillierte Analyse, klares Risikobewusstsein und vor allem Disziplin. Man darf Risiko nicht scheuen und muss Chancen ergreifen. Dazu gehört aber auch eine strenge Disziplin im Investmentprozess. Der Corona-Rücksetzer ist ein gutes Beispiel. In solch einer Situation muss man Ruhe bewahren können, seinen Investmentansatz im Blick haben, aber auch getroffene Entscheidungen selbstkritisch hinterfragen. Dies gilt insbesondere in volatilen und sich dynamisch verändernden Märkten.

Wie spiegelt sich das in Ihrer Investmentphilosophie wider?

Ein konzentriertes Portfolio, ausgerichtet nach einem stringent fundamentalen, langfristig orientierten Selektionsprozess, unab-



hängig von der Benchmark. Dabei setze ich im Portfolio bewusst Schwerpunkte auf Einzeltitelebene, allerdings immer mit einem klaren Fokus auf robuste, zukunftsfähige Geschäftsmodelle und ein starkes Management bei gleichzeitig hoher Profitabilität und solider Bilanz.

Sind wachstumsstarke Unternehmen von hoher Qualität nicht mittlerweile sehr teuer?

Hauptproblem ist, dass strukturelle Wachstumstreiber regelmäßig von den Analysten unterschätzt werden. Gleichzeitig werden aber auch konjunkturelle Risiken als zu gering bewertet. Dies führt fälschlicherweise gerade in Krisenzeiten dazu, dass wachstumsstarke Unternehmen als zu teuer angesehen werden. Vor allem Qualitätsunternehmen mit strukturellem Wachstum können aber gerade Krisenzeiten deutlich besser meistern und gehen oft gestärkt aus einer Krise hervor, was auch langfristig höhere Bewertungen rechtfertigt.

Macht die Corona-Pandemie den Erwartungen hohen Wachstums nicht einen Strich durch die Rechnung?

So hart die Corona-Pandemie die deutsche Wirtschaft insgesamt auch trifft, es wird auch Profiteure geben. Mittelständler können ihren Kunden durch innovative und technologisch überlegene Produkte helfen, Kosten zu sparen oder strukturelle Veränderungen zu meistern, und dabei selbst weiter solide wachsen. Zudem haben Familienunternehmen häufig starke Bilanzen und können



diese in wirtschaftlich schwächeren Phasen für Akquisitionen nutzen. So sind auch aus der Finanzkrise 2008/09 viele deutsche mittelständische Unternehmen im Vergleich zu ihren europäischen bzw. globalen Konkurrenten gestärkt hervorgegangen.

Was sind die strukturellen Treiber und wie spiegeln Sie diese in Ihren Fonds?

Die Digitalisierung und der demographische Wandel sind zwei bestimmende Megatrends. Deshalb hatten wir bereits vor dem Ausbruch des Coronavirus eine defensive Sektorallokation mit knapp 50% unserer Holdings in den Bereichen IT und Gesundheitswesen gewählt, was eine klare Übergewichtung dieser Sektoren gegenüber der Benchmark darstellt. Bei vielen der Unternehmen in diesen Branchen haben sich die starken strukturellen Wachstumstreiber nun noch einmal verstärkt. IT-Systemhäuser profitieren schon seit geraumer Zeit vom Nachholbedarf bei der Digitalisierung. Die Krise hat noch einmal gezeigt, welcher hoher Investitionsbedarf für IT-Infrastruktur im deutschen Mittelstand und im öffentlichen Bereich besteht, um etwa das Arbeiten aus dem Home-Office heraus zu ermöglichen.

„Für die meisten eigentümergeführten Familienunternehmen ist Nachhaltigkeit schon immer Teil der DNA und der Unternehmensstrategie – nur nannte man es nicht so.“

Pharma- und Medizintechnikunternehmen profitieren nicht nur langfristig von einer alternden Bevölkerung, sondern auch aktuell von einem signifikanten Bedarf an Testkapazitäten in Laboren und persönlicher Schutzausrüstung. Gleiches gilt aber auch für die zukünftig effizientere Aufstellung der IT-Landschaften im Gesundheitswesen. Die aktuelle Krise bringt zudem neue Verhaltensweisen hervor, wie etwa eine starke Zunahme beim bargeldlosen Bezahlen.

Ein anderes wichtiges Thema ist Nachhaltigkeit - wie sieht es damit bei eigentümergeführten Unternehmen aus?

Für die meisten eigentümergeführten Familienunternehmen ist Nachhaltigkeit schon immer Teil der DNA und der Unternehmensstrategie – nur nannte man es nicht so. Diese Unternehmer denken meist in deutlich längeren Zyklen, auch wenn dies kurzfristig der Profitabilitätsmaximierung entgegensteht. Nachhaltige Produkt- und Unternehmensentwicklung steigert zudem die Bindung der Mitarbeiter, ein entscheidender Faktor für den lang-

fristigen Unternehmenserfolg. Allerdings müssen Mittelständler ihre Kommunikation in Bezug auf Nachhaltigkeit noch deutlich ausbauen. Oftmals erhalten familiengeführte Unternehmen im Vergleich zu Blue Chips schlechtere Ratings, da ihr Engagement nicht ausreichend dokumentiert wird und nicht angemessen evaluiert werden kann.

Wie zufrieden sind Sie mit der Performance Ihrer Fonds?

Seit Auflegung des 1590-Aktien Mittelstand im Dezember 2015 liegen wir deutlich vor der Benchmark und auch vor unseren engsten Wettbewerbern. Dies zeigt auch das 5-Sterne-Rating von Morningstar. Zudem wurde der Fonds kürzlich von der Fondsratingagentur Refinitiv Lipper aufgrund seiner herausragenden Performance über drei Jahre als bester Fonds in der Kategorie „Deutsche Nebenwerte“ europaweit ausgezeichnet. Und trotz Corona-Krise: Seit Jahresstart liegen wir erneut deutlich vor der Benchmark – eine Bestätigung für unseren Investmentansatz, unabhängig von der Benchmark in ein konzentriertes Portfolio mit defensiven, jedoch gleichzeitig wachstumsstarken und vor allem solide finanzierten Unternehmen zu investieren. Auch der Aktien-Strategie Deutschland, den ich zusammen mit Sebastian Leigh im September 2019 übernommen habe, liegt seit Auflegung vor seiner Benchmark und in den besten 10% der Peergroup. Hier spielen wie im 1590-Aktien-Mittelstand-Fonds deutsche mittelständische Unternehmen eine wichtige Rolle.

KURZVITA

Andreas Strobl ist seit November 2016 Senior Portfolio Manager bei Berenberg. Er begann seine berufliche Karriere 2002 als Analyst bei der BayernLB. 2006 wechselte er als Senior-Investmentmanager zur Allianz. Seit 2015 war Andreas Strobl Senior-Portfolio-Manager bei Allianz Global Investors und war dabei für die Betreuung und Weiterentwicklung verschiedener europäischer Small/Mid-Cap-Aktienportfolios verantwortlich. Er studierte Betriebswirtschaftslehre an der LMU in München. 2005 absolvierte er als Jahrgangsbester die Fortbildung zum CIIA und CEFA.

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie

AUTOREN

Christian Bettinger, CFA | Leiter Fixed Income

Managt den Fonds Berenberg-1590-Ertrag und konzentriert sich inhaltlich auf die Märkte für Unternehmensanleihen

Matthias Born | Leiter Portfoliomanagement Aktien

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

Ludwig Kemper | Analyst Multi Asset Strategy & Research

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

Martin Mayer, CEFA | Senior Portfolio Manager 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

Robert Reichle, CFA, CQF | Leiter Emerging Markets Selection

Verantwortet den Bereich Emerging Markets und Global Bonds ex Euro im Berenberg Quant Asset Management

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt

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

Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research

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

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument 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.

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. 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.

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

Datum: 19. Juni 2020

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