



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Oktober | 2020

# Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

## Wichtige Hinweise



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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 beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

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](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 25. September 2020



# Inhaltsverzeichnis

<b>01</b>	<b>Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt</b> Trotz Risiken nicht zu skeptisch sein	4
<b>02</b>	<b>Volkswirtschaft</b> Der Wiederaufschwung läuft trotz steigender Infektionszahlen. Die Risiken sind aber wieder gestiegen	9
<b>03</b>	<b>Aktien</b> Risiken wurden im Vorfeld der US-Wahlen reduziert	14
<b>04</b>	<b>Anleihen</b> Risikoprämien bleiben Trumpf	20
<b>05</b>	<b>Rohstoffe</b> Gold leidet unter Dollar-Stärke, Öl mit Aufwärtspotenzial	26
<b>06</b>	<b>Währungen</b> Rücksetzer für den Euro, Ausblick dennoch weiter positiv	29

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

# 01

## Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt



# Kapitalmarkt kompakt

## Rückblick



### Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

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

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (26.08.20 - 23.09.20)	■ YTD (31.12.19 - 23.09.20)	23.09.19	23.09.18	23.09.17	23.09.16	23.09.15
Aktien Japan	-4,0	3,1	0,6	2,1	12,1	6,8	13,2
USD/EUR-Wechselkurs	-3,8	1,5	-5,7	6,9	1,7	-6,1	-0,4
EUR Staatsanleihen	0,0	1,6	0,1	5,5	-0,2	-0,9	3,6
EUR Unternehmensanleihen	0,4	0,8	0,3	5,9	0,2	0,4	6,7
Eonia	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
EM-Staatsanleihen (hart)	-1,0	2,6	4,4	10,6	-1,3	5,1	13,0
Aktien Emerging Markets	-2,3	-5,4	2,1	5,9	-0,7	15,5	18,0
Gold	-3,3	18,1	15,4	35,6	-6,0	-8,9	17,9
DAX	-4,1	-4,6	2,4	-0,7	-1,3	18,5	10,6
Euro Stoxx 50	-5,2	-13,5	-8,2	6,0	-0,6	19,8	1,4
S&P 500	-5,6	-2,3	3,7	11,4	21,4	11,0	13,5
Brent	-8,9	-45,0	-41,7	-7,6	50,7	3,7	-20,2

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; DAX: DAX TR; Topix: Topix TR (japanische Aktien); Aktien Emerging Markets: MSCI EM NR  
 EUR Staatsanleihen: IBOXX Euro Eurozone Sovereign 1-10 TR; EUR Unternehmensanleihen: IBOXX Euro Corporates Overall TR;  
 EM-Staatsanl. (hart): Barcl. EM Hard Currency Agg Govt Related TR; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR;  
 Eonia: Eonia Capitalization Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR. Alle Performance-Zahlen in EUR gerechnet.

Quellen: Bloomberg, Berenberg

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

Zeitraum: 23.09.2015 – 23.09.2020

# Kapitalmarkt kompakt

## Ausblick nach Anlageklassen



---

### Volkswirtschaft



- Konjunktur: Die Weltwirtschaft erholt sich. Der Wiederaufschwung läuft trotz steigender Infektionszahlen. Risiken erhöht.
- Die Regierungen und Notenbanken unterstützen weiter mit allen Mitteln das konjunkturelle Comeback.
- Der Aufschwung verläuft erst rasch, später aber eher schleppend. Rückkehr zum Vorkrisen-Niveau wohl erst 2022.

---

### Aktien



- Unternehmensgewinne in der Eurozone dürften nächstes Jahr kräftig steigen, wenn der Euro nicht zu stark aufwertet.
- Bewertung ist angestiegen, besonders für US-Technologieaktien. Gegenüber Anleihen sind Aktien jedoch nicht teuer.
- Impfstoffzulassung in Q4 wird wahrscheinlicher, dies dürfte eine Rotation in Corona-gebeutelte Aktiensegmente begünstigen.

---

### Anleihen



- Sichere Staatsanleihen bleiben als Anlage uninteressant, US-Treasuries können allerdings zur Absicherung dienen.
- Trotz gesunkener Risikoprämien bleiben wir in europäischen Unternehmensanleihen Übergewichtet.
- Bei Schwellenländerpapieren favorisieren wir Hartwährungen, steigende Renditen begünstigen das Hochzinssegment.

---

### Alternative Investments / Rohstoffe



- Gold temporär durch Dollar-Stärke unter Druck. Gegenüber Staatsanleihen weiterhin dank negativer Realzinsen attraktiv.
- Steigende Infektionszahlen belasten Ölpreis. Nachhaltige Erholung bei Corona-Impfstoff in Sicht.
- Erholung der Industrie sowie strukturelle Trends stimuliert durch Konjunkturprogramme unterstützen Industriemetalle.

---

### Währungen



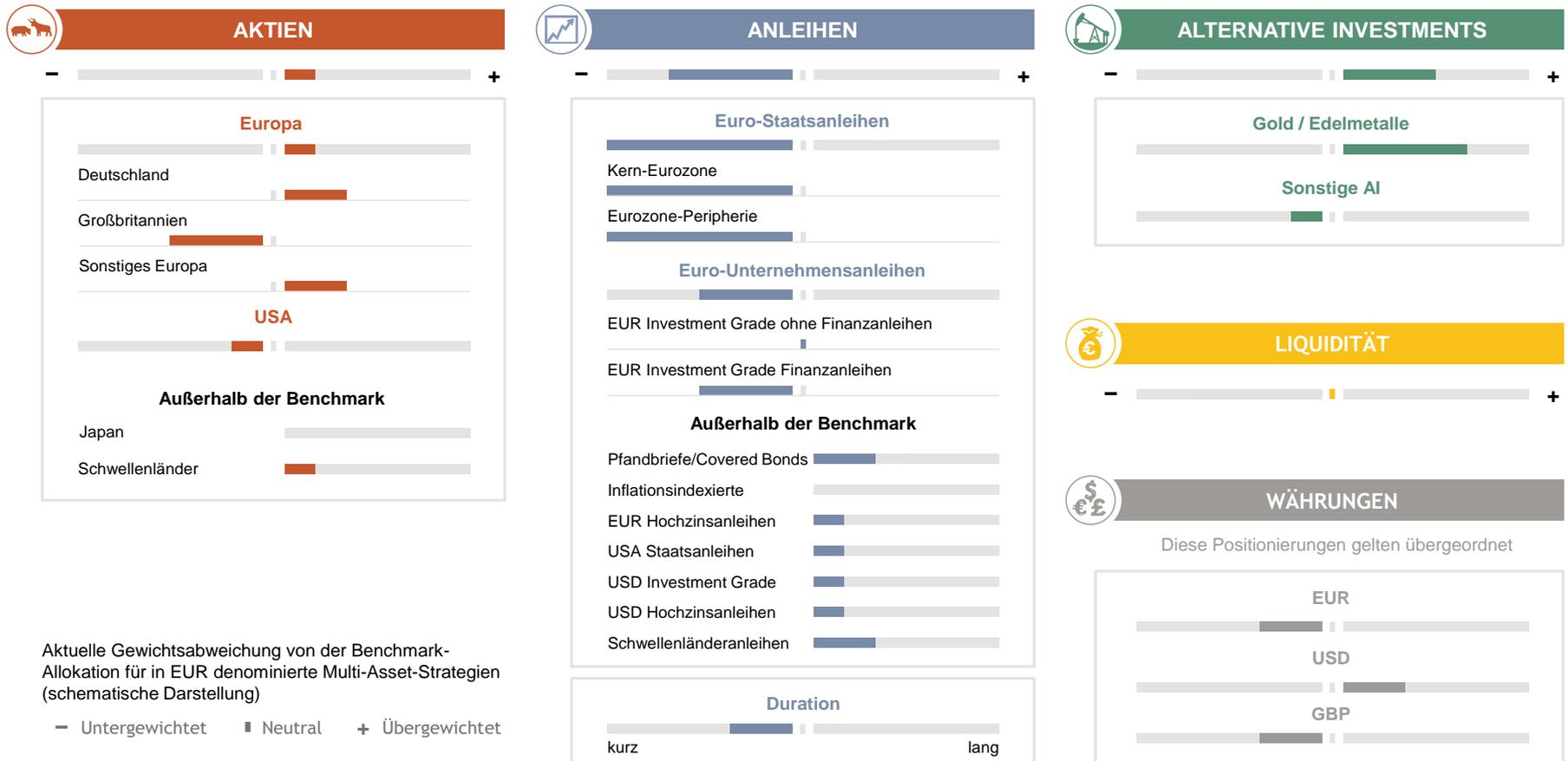
- Der US-Dollar leidet unter diversen Faktoren, profitiert aber weiterhin bei fallenden Aktienkursen.
- Das britische Pfund bleibt vom scharfen Konjunkturerinbruch und von den Brexit-Ungewissheiten belastet.
- Der Franken bleibt gefragt. Dies zeigt sich in diesen Tagen wieder bei fallenden Aktienmärkten.

# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen



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



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

- Untergewichtet    ■ Neutral    + Übergewichtet

Quelle: Berenberg

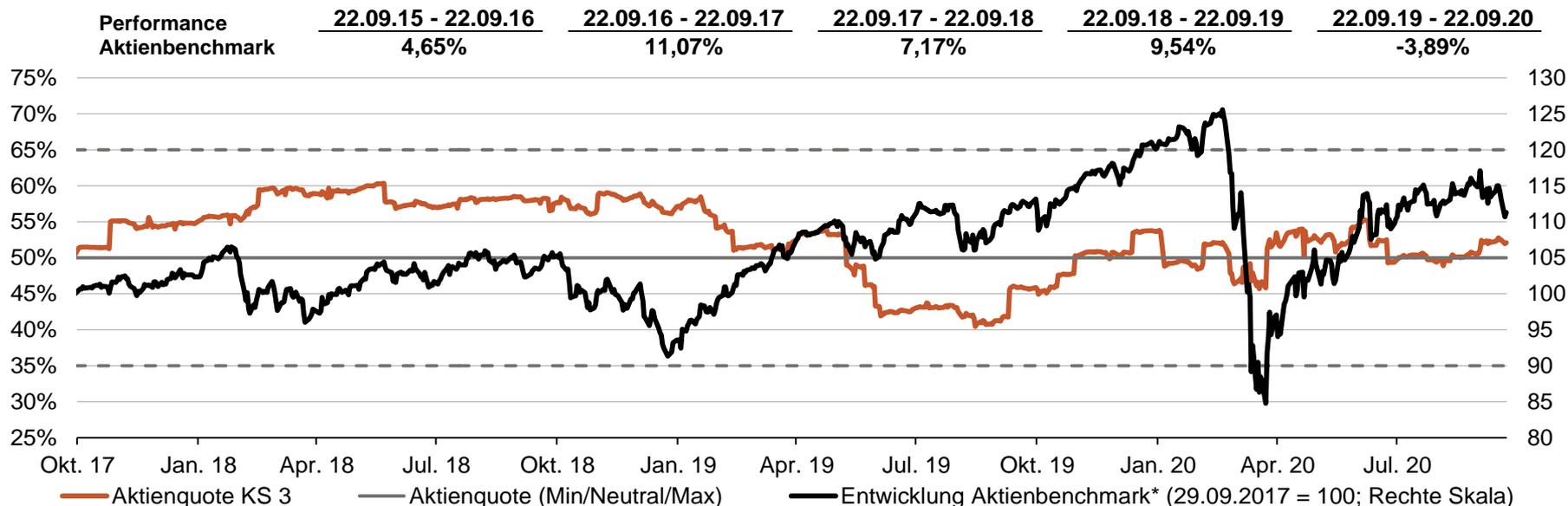
Darstellung per 23.09.2020

# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Rückblick für die Kernstrategie 3

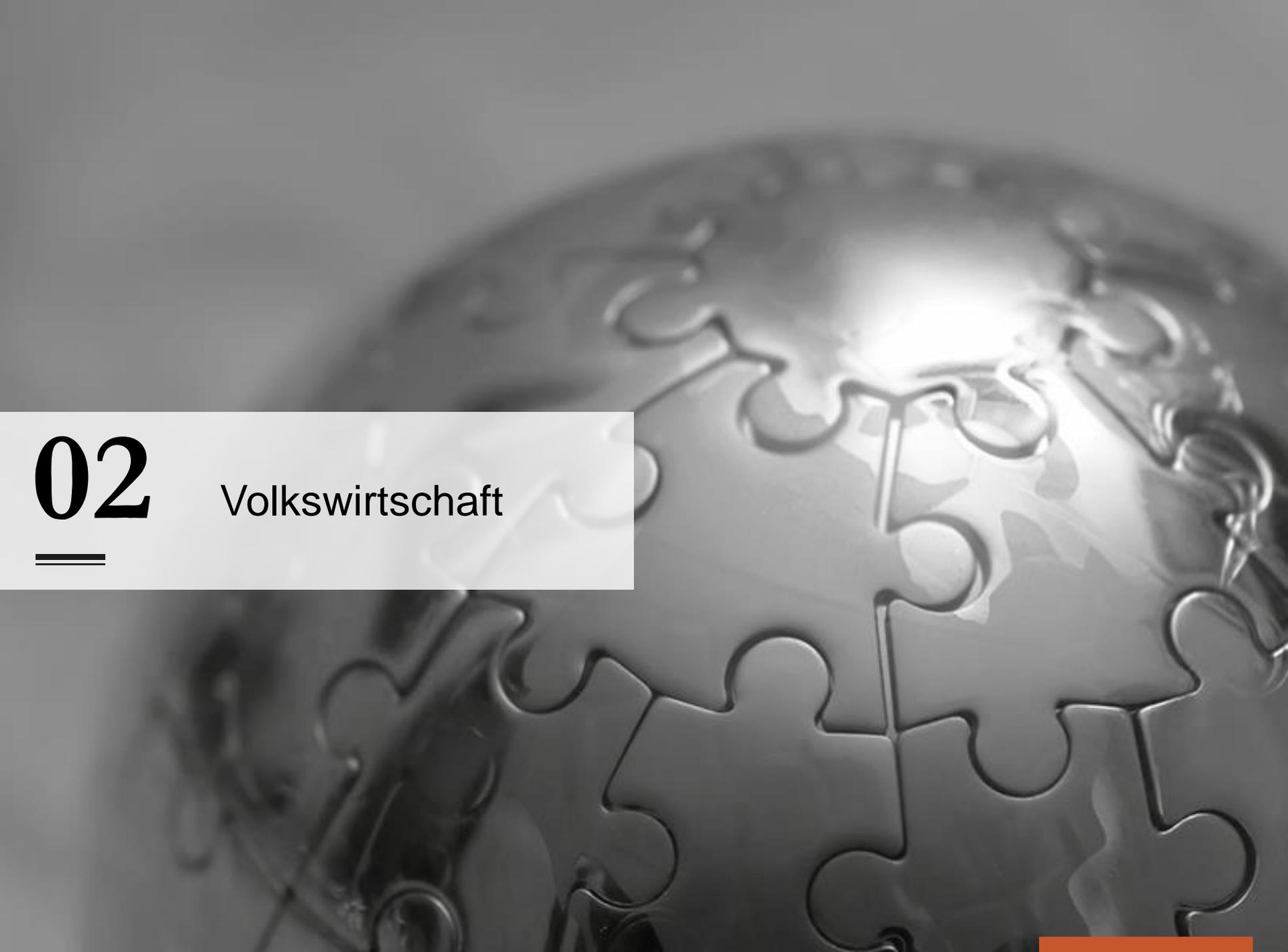


### Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg \*„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 22.09.2015 – 22.09.2020  
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Zu Beginn der Corona-Krise waren wir nahe der strategischen Allokation positioniert. Nach den scharfen Abverkäufen, bei ausgeprägtem Pessimismus und vorsichtiger Positionierung weiter Anlegerkreise ergriffen wir bereits vor Ende März selektiv Chancen. Von der leichten Übergewichtung bei Aktien haben wir in den Folgemonaten merklich profitiert.
- Es herrscht noch immer keine Euphorie und Anleger sitzen auf großen Mengen an Liquidität bei negativer Realverzinsung. Bei einer sich fortsetzenden Konjunkturerholung, wenn auch mit geringerer Dynamik, ist die Ausgangslage für das vierte Quartal gar nicht schlecht. Die US-Wahlen und der Brexit dürften für erhöhte Volatilität sorgen. Die Zulassung von Corona-Medikamenten oder -Impfstoffen würde schließlich den Weg frei machen für eine synchronisierte, globale Wirtschaftserholung im Jahr 2021. Dieses Szenario dürfte dann aber bereits weitgehend eingepreist sein und damit das Ende der positiven Entwicklung an den Kapitalmärkten einleiten. Bis dahin gilt es nicht zu skeptisch zu sein, trotz weiter bestehender Risiken – wir haben unsere Positionierung noch zyklischer ausgerichtet.

A grayscale image of a globe composed of interlocking puzzle pieces. A bright light source is positioned in the upper right quadrant, creating a strong highlight and casting shadows across the puzzle pieces. The globe is centered in the background, with the puzzle pieces clearly visible.

**02**

Volkswirtschaft



# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

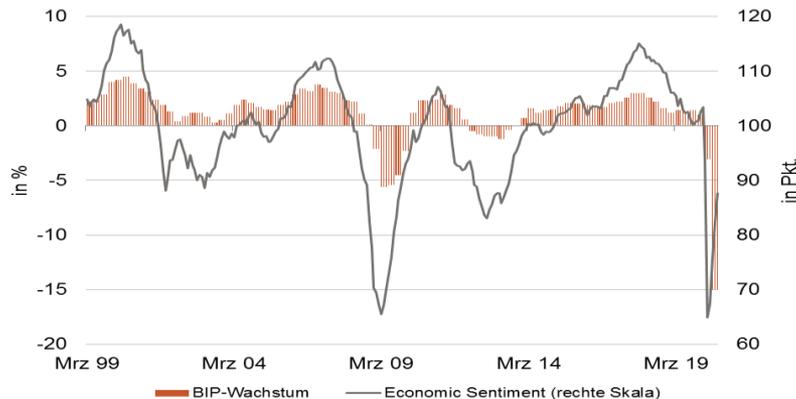


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Auf dem Weg der Erholung

- Neue Daten zur Industrieproduktion zeigen, dass die Erholung innerhalb der Eurozone weiter voranschreitet. Auch wenn sie mit einem Plus von 4,1 % im Juli (ggü. Vormonat) leicht weniger als erwartet zulegt, bleibt der Zuwachs solide. Im Vorjahresvergleich fällt der Rückgang mit 7,7 % dafür weniger stark aus als gedacht. Allerdings ist auch klar: Bis das Vorkrisenniveau wieder erreicht ist wird es noch dauern.
- Wieder stärker zu beobachten bleiben die fortlaufenden Brexit-Verhandlungen. Insbesondere das umstrittene britische Binnenmarktgesetz könnte ein Aus der Verhandlungen provozieren.

### Eurozone BIP-Wachstum und Economic Sentiment



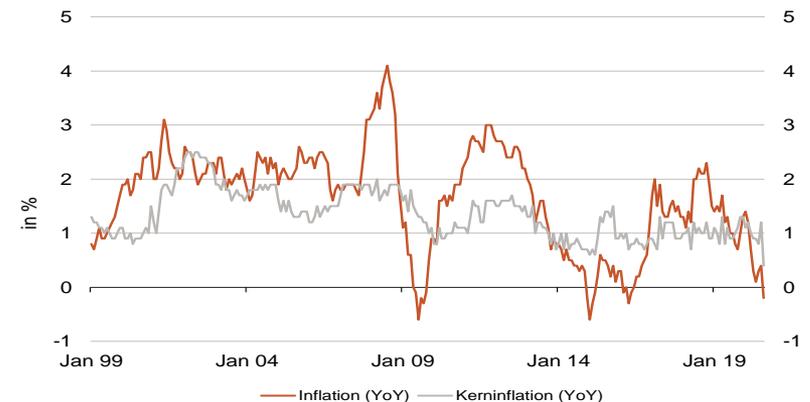
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission

Zeitraum: 31.03.1999 – 31.08.2020

### Verbraucherpreise im August rückläufig

- Mit einem Rückgang der Verbraucherpreise um 0,2 % im August (im Vergleich zum Vorjahresmonat) ist die Inflationsrate innerhalb der Eurozone erstmals seit 2016 wieder negativ.
- Die um volatile Preiskomponenten bereinigte Kerninflation bleibt zwar positiv, legte – nach 1,2 % im Juli – im August aber nur noch um 0,4 % auf Jahresbasis zu. Dabei handelt es sich um den niedrigsten Anstieg seit der Einführung des Euro. Die EZB sieht vorerst keinen konkreten, geldpolitischen Handlungsbedarf.

### Eurozone Inflation



Quelle: Eurostat

Zeitraum: 31.01.1999 – 31.08.2020

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

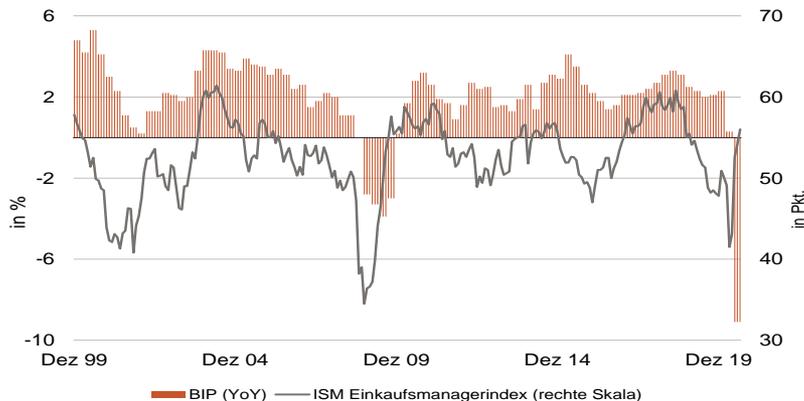


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Einzelhandel mit V-förmiger Erholung

- Die Einzelhandelsumsätze legen mit 0,6 % (ggü. Vormonat) zwar weniger als erwartet zu, haben ihre V-förmige Erholung allerdings bereits im August abgeschlossen. Insgesamt liegen sie nun 1,9 % oberhalb ihres Februar-Levels. Künftig erwarten wir daher lediglich moderate Zuwachsraten.
- Die Industrieproduktion stieg im August (ggü. Vormonat) um 0,4 %. Obwohl sie damit den vierten Monat in Folge zulegen kann, bleibt sie rund 7,3 % hinter ihrem Vorkrisenniveau zurück.
- Der Stimmungsindikator des Verarbeitenden Gewerbes rund um New York legt stark auf 17 Punkte zu.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



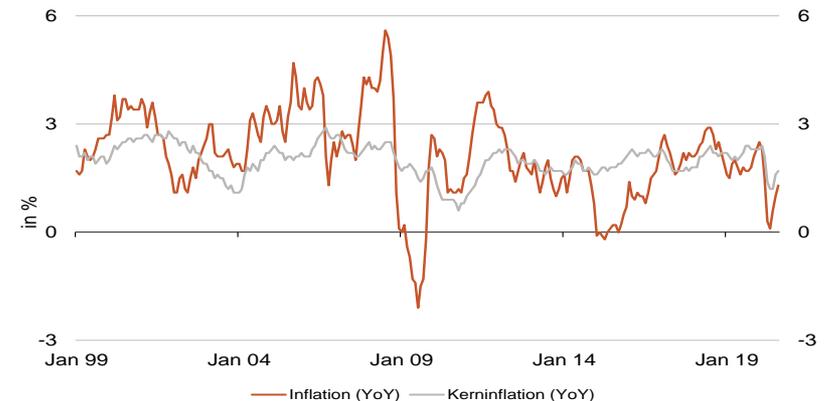
Quellen: BEA, ISM

Zeitraum: 31.12.1998 – 31.08.2020

### Inflation zieht vorübergehend weiter an

- Die Corona-Krise drückt grundsätzlich auf die Preise. Allerdings zog die Inflation im Juli leicht an: Im Vergleich zum Juni stiegen die Preise um 0,6 %, womit die Inflation im Vorjahresvergleich auf 1,0 % zulegt (Konsens: 0,7 %). Dieser Trend setzt sich auch im August fort. Statt um 1,2 % (Konsenserwartung) steigt die Inflation im Vorjahresvergleich auf 1,3 %.
- Dennoch: Auch längerfristig bleibt der Inflationsdruck trotz der extrem expansiven Geldpolitik gedämpft. Für das Gesamtjahr 2020 erwarten wir eine Inflationsrate von 1,2 %.

### USA Inflation



Quelle: BLS

Zeitraum: 31.01.1999 – 31.08.2020

# China

## Konjunktur- und Preisentwicklung

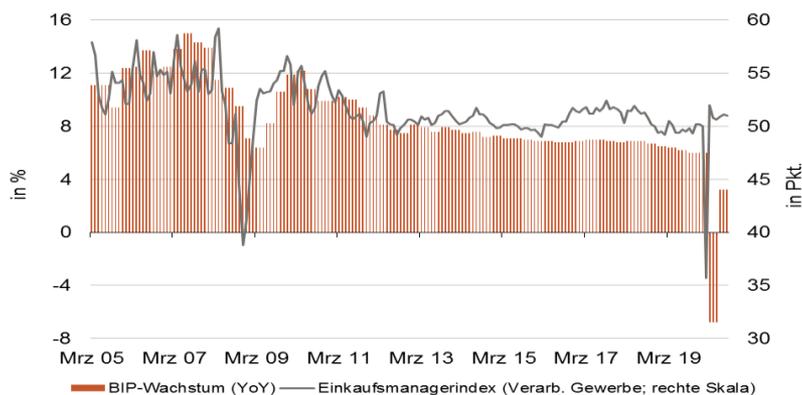


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Einzelhandelsumsätze und Industrieproduktion besser als erwartet

- Sowohl die Einzelhandelsumsätze als auch die Industrieproduktion überraschen positiv.
- Die Einzelhandelsumsätze legen im August (ggü. Vorjahr) um 0,5 % zu, nachdem sie im Vormonat mit -1,1 % noch einen Rückgang zu verzeichnen hatten. Erwartet worden war lediglich eine Stabilisierung auf dem Vorjahresniveau.
- Die Industrieproduktion legt im identischen Vergleichszeitraum statt der erwarteten 5,1 % um satte 5,6 % zu. Chinas Erholung setzt sich sehr solide fort.

### China BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



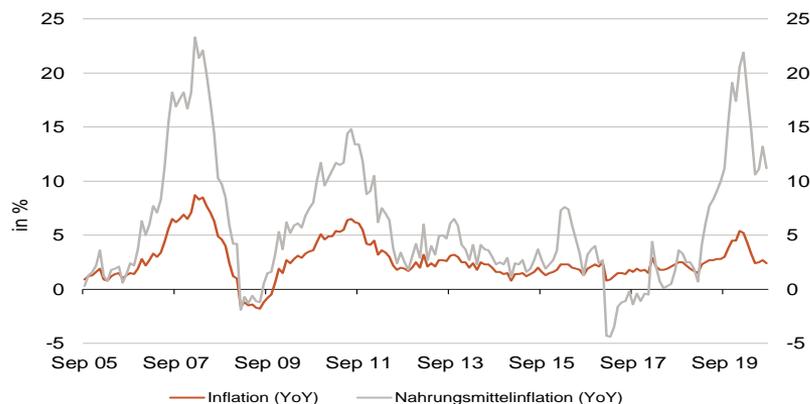
Quellen: NBS, CFLB

Zeitraum: 31.03.2005 – 31.08.2020

### Nahrungsmittelinflation bleibt zu beobachten

- Die Coronakrise wirkt sich auch in China preisdämpfend aus und hat daher für eine Trendumkehr gesorgt. Nach 3,3 % im April (Vorjahresvergleich) liegt die Inflationsrate im August bei „nur“ noch 2,4 %. Die angespannte Lage im Rahmen der Schweinepestkrise und der Importstopp von Schweinefleisch auch aus Deutschland könnten die Nahrungsmittelinflation wieder leicht antreiben.
- Für das Gesamtjahr 2020 erwarten wir eine Inflationsrate von 3,2 %. Für das kommende Jahr prognostizieren wir einen Rückgang auf gut 2,1 %.

### China Inflation (YoY)



Quelle: NBS

Zeitraum: 30.09.2005 – 31.08.2020

# Prognosen

## Wichtigste Einschätzungen im Überblick



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### BIP-Wachstum (in %)

### Inflation (in %)

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2019		2020		2021		2019		2020		2021	
	Ø**	Ø**	Ø**	Ø**	Ø**	Ø**	Ø**	Ø**	Ø**	Ø**	Ø**	
USA	2,2	2,3	-3,7	-4,5	3,8	3,7	1,8	1,8	1,2	1,1	1,8	1,9
Eurozone	1,3	1,2	-7,9	-8,0	5,5	5,5	1,2	1,2	0,4	0,4	0,6	1,0
Deutschland	0,6	0,6	-6,0	-6,0	4,6	4,8	1,4	1,4	0,6	0,5	1,6	1,4
Frankreich	1,5	1,3	-10,2	-10,0	8,4	6,5	1,3	1,1	0,8	0,6	1,0	1,0
Italien	0,3	0,2	-10,4	-10,0	6,7	5,6	0,6	0,6	-0,1	-0,1	0,7	0,6
Spanien	2,0	2,0	-13,3	-12,0	8,5	6,9	0,8	0,8	-0,3	-0,2	0,6	0,7
Großbritannien	1,5	1,3	-9,8	-10,0	6,7	6,4	1,8	1,8	0,6	0,9	1,5	1,5
Japan	0,7	0,9	-5,8	-5,7	3,0	2,5	0,5	0,5	0,1	0,0	0,2	0,2
China	6,2	6,1	2,5	2,1	5,0	8,0	2,9	2,9	3,2	2,7	2,1	2,2
Welt*	2,3	3,0	-3,6	-3,9	3,5	5,2	-	3,0	-	2,3	-	2,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.09.2020

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

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

# 03

## Aktien



# Marktentwicklung

## Vor allem die US-Märkte haben im September nachgegeben

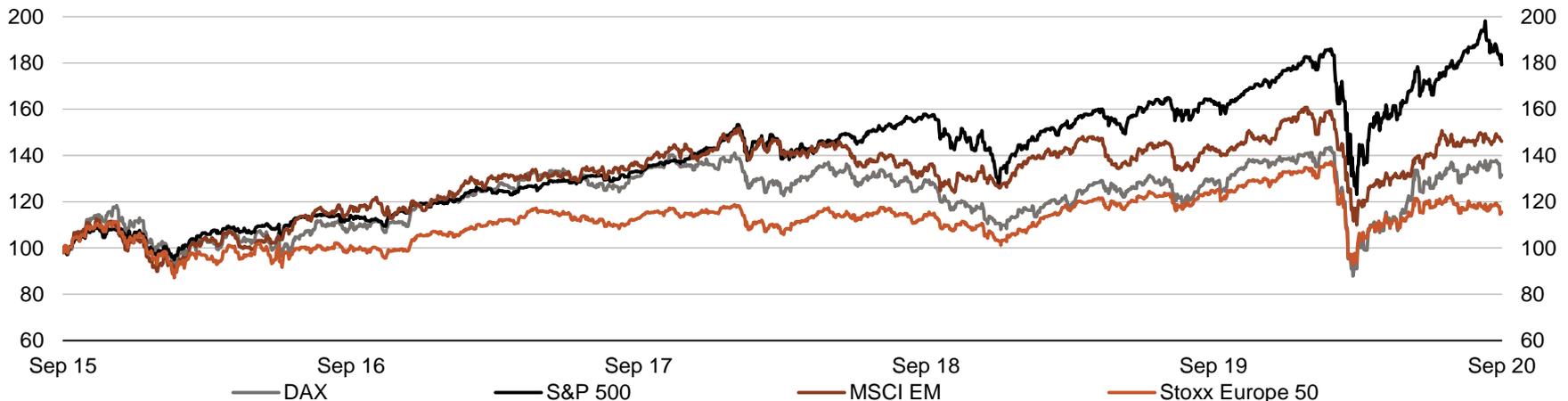


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Risiken wurden im Vorfeld der US-Wahlen reduziert

- Der Monat September gilt von der Saisonalität her als einer der schwierigsten Monate im Jahresverlauf. Und dieses Jahr ist keine Ausnahme. Über alle Regionen hinweg gaben die Aktienmärkte nach. Vor allem der US-Aktienmarkt mit seiner hohen Technologiegewichtung verlor an Wert. Nach der starken Rallye im August, die mit einer deutlichen Bewertungsausweitung einherging, kam es verstärkt zu Gewinnmitnahmen. Zudem dürften viele Anleger vor der nun beginnenden heißen Phase des US-Wahlkampfes Risiken reduziert haben. Wenig hilfreich war außerdem, dass es weder neue Impulse vonseiten der amerikanischen Zentralbank noch von der US-Regierung bzgl. eines weiteren Fiskalpakets gab.
- In den nächsten Wochen dürfte neben dem US-Wahlkampf vor allem die weitere Entwicklung bei den Corona-Impfstoffkandidaten im Fokus stehen. Darüber hinaus wird der Markt genau auf die Unternehmensausblicke der bald anstehenden Q3-Berichtssaison schauen.

### Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung skaliert auf 100

Zeitraum: 23.09.2015–23.09.2020



# Unternehmensgewinne

## Q3-Berichtssaison – Unternehmensausblicke stehen im Fokus

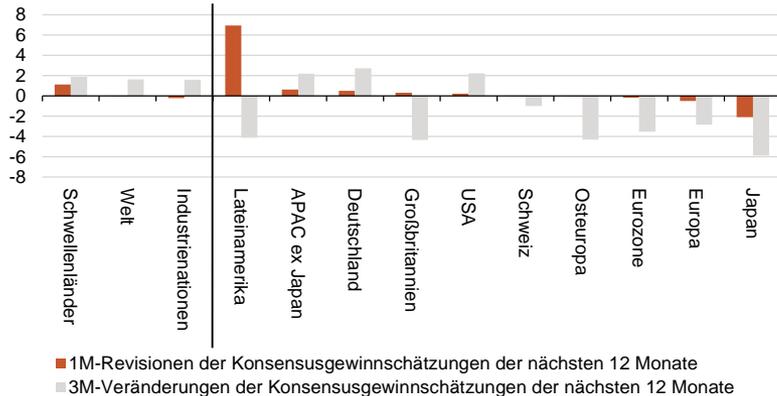
### Schwellenländer mit positiven Gewinnrevisionen

- Die Analysten haben ihre Gewinnschätzungen im Einklang mit den besseren Konjunkturdaten zuletzt teilweise nach oben angepasst, insbesondere für Deutschland und die Schwellenländer.
- Die nun anstehende Q3-Berichtssaison gibt einen Einblick in die Verfassung der Unternehmen. Neben der Gewinnentwicklung in Q3 stehen vor allem die Unternehmensausblicke im Fokus.
- Global dürften die Gewinne dieses Jahr jedoch merklich fallen.

### 2021 ist mit deutlichem Gewinnwachstum zu rechnen

- Der Konsensus erwartet einen Gewinneinbruch von 20% für die Industrienationen – die Spreizung zwischen den Regionen ist jedoch enorm. Für die Schweiz rechnen die Analysten mit einem Gewinnrückgang von weniger als 10%, für Großbritannien von über 40%. Für nächstes Jahr wird dann eine synchrone Wirtschaftserholung antizipiert, die sich in zweistelligen Gewinnwachstumsraten niederschlagen dürfte. Der Konsensus ist dabei optimistisch für die Eurozone und Deutschland, auch dank der fiskalischen Unterstützung. Damit die Gewinne nächstes Jahr deutlich steigen, darf jedoch der Euro nicht mehr so schnell und stark steigen.

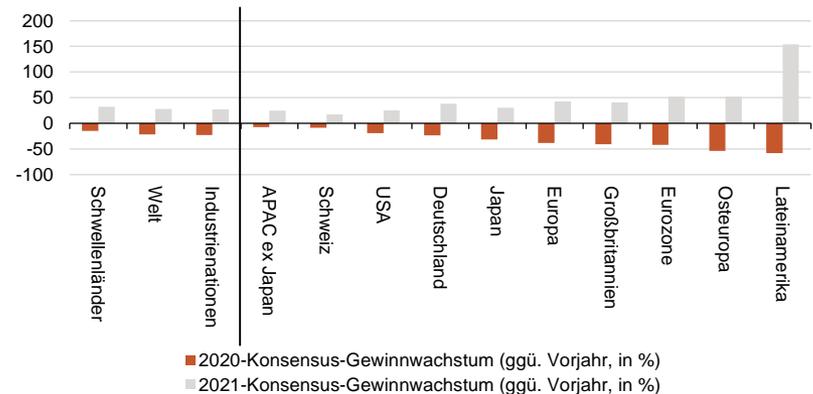
### Heterogenes Bild bei den Gewinnrevisionen



Quelle: Factset

Stand: 23.09.2020

### Konsens erwartet markante Gewinnerholung in 2021



Quelle: Factset

Stand: 23.09.2020

# Bewertung & Positionierung

## Höhere Volatilität auch aufgrund der gestiegenen Bewertung



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

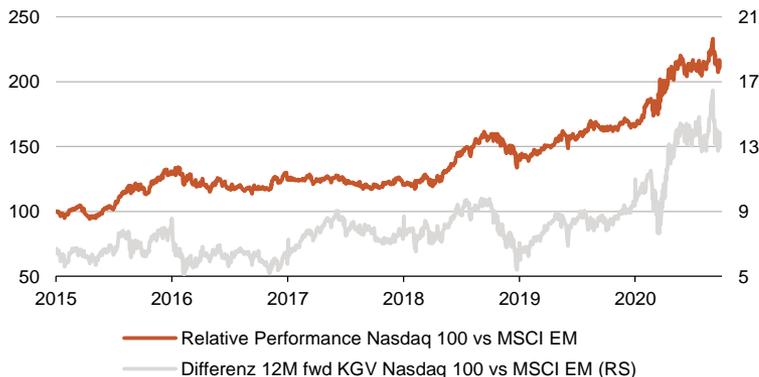
### US-Aktien sind kein Schnäppchen

- Die enorme Liquidität und die niedrigen Zinsen haben dazu geführt, dass die Aktienkurse den Gewinnschätzungen kräftig vorausgeeilt sind. So hat sich beispielsweise für den Nasdaq 100 das KGV auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate von 18 Mitte März auf 32 Anfang September nahezu verdoppelt. Auch wenn Aktien relativ zu Anleihen nach wie vor nicht teuer bewertet sind, sind sie es im Vergleich zur eigenen Historie – und das gilt insbesondere für US-Aktien.

### Einfluss des Optionsmarktes dürfte nachlassen

- Im August stiegen US-Aktien und implizite Volatilität zeitgleich, ein seltenes Phänomen. Auslöser waren Ungleichgewichte am Optionsmarkt.
- Da die Call-Option-Käufe vor allem auf US-Techtitel konzentriert waren, stieg insbesondere die Nasdaq-Volatilität enorm an.
- Jüngst gab es trotz Abverkaufs eine Volatilitätsabnahme, was für eine stückweise Bereinigung der Positionen spricht.

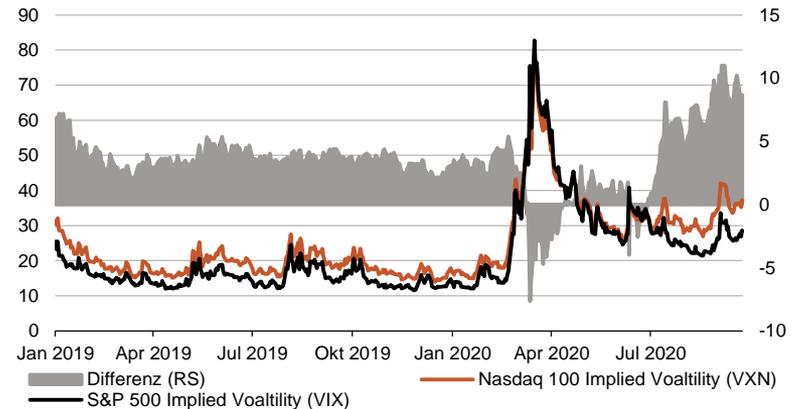
### Relativ höheres KGV durch Nasdaq-Outperformance



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2015 – 23.09.2020

### Erhöhte Volatilität beim Nasdaq 100



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

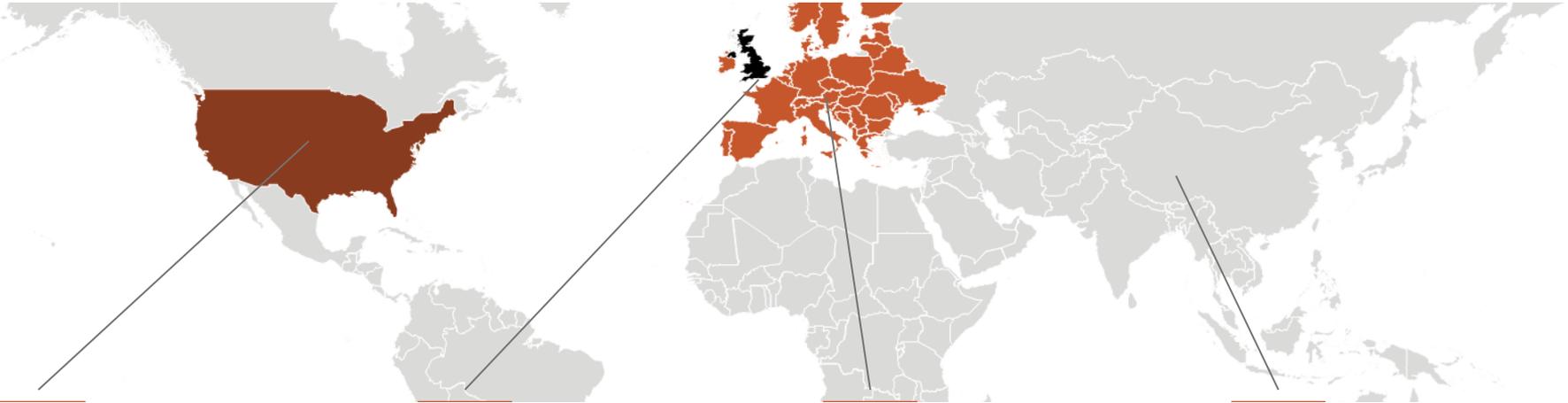
Zeitraum: 01.01.2019 – 23.09.2020

# Aktien Allokation

## Europa ex UK übergewichten



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



### USA

#### Untergewichten

- Die Unsicherheit rund um die anstehenden US-Präsidentenwahlen dürfte für eine erhöhte Volatilität bis zu den Wahlen sorgen.
- Innerhalb der Aktienregionen sind US-Aktien nach wie vor am ambitioniertesten bewertet.

### Großbritannien

#### Untergewichten

- Die bevorstehenden Verhandlungen eines Handelsabkommens zwischen Großbritannien und der EU dürften für einige negative Schlagzeilen sorgen. Keine der beiden Parteien dürfte schnell zu Kompromissen bereit sein.

### Europa ex. UK

#### Übergewichten

- Die vorsichtige Positionierung internationaler Anleger spricht für Europa.
- Die Aktienbewertungen sind günstiger als in den USA und bieten mittelfristiges Aufwärtspotenzial, vor allem im Vergleich zu Anleihen.

### Schwellenländer

#### Übergewichten

- Schwellenländer-Aktien dürften von einer Erholung der Weltkonjunktur profitieren.
- Vor allem die asiatischen Schwellenländer erhalten viel Unterstützung durch Stimulierungsmaßnahmen der regionalen Regierungen und Zentralbanken.

# Prognosen

## Einschätzungen für ausgewählte Indizes

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	23.09.2020	30.06.2021	31.12.2021	in 12 Monaten
S&P 500	3.237	3.600	3.700	3.726
DAX	12.643	13.800	14.200	14.585
Euro Stoxx 50	3.180	3.500	3.650	3.658
MSCI Großbritannien	1.659	1.800	1.850	1.955
<b>Indexpotenzial (in %)</b>				
S&P 500	-	11,2	14,3	15,1
DAX	-	9,2	12,3	15,4
Euro Stoxx 50	-	10,1	14,8	15,0
MSCI Großbritannien	-	8,5	11,5	17,8

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.09.2020

\*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen



# Marktentwicklung

## Zinsen und Renditen

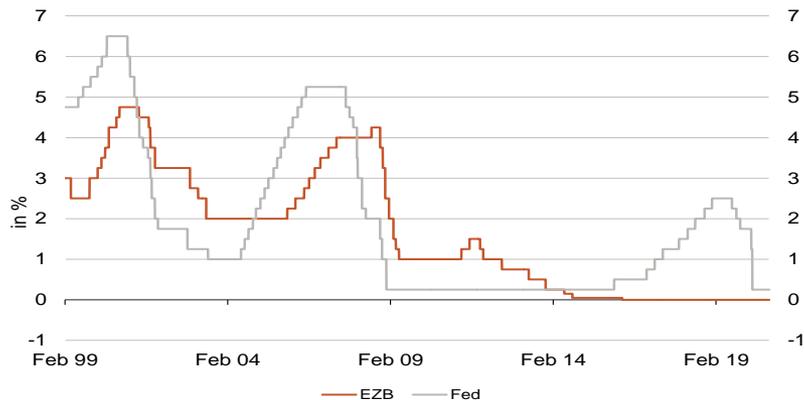


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Notenbanken im September vorerst ohne geldpolitische Impulse

- Sowohl die englische Notenbank als auch die Fed lassen ihre Geldpolitik im September unverändert. Wir erwarten allerdings, dass die BoE im November eine weitere Ausweitung ihres Wertpapierankaufprogramms ankündigen und damit bis in das Jahr 2021 hinein Nettoankäufe tätigen wird.
- Die Medianinflationsprognose der Fed für Ende 2023 geht gegen 2 %, aber nicht darüber hinaus. In Anbetracht des Durchschnittsinflationsziels deutet dies implizit darauf hin, dass die expansive Episode der Fed noch länger als drei Jahre anhalten könnte.

### Leitzinsen



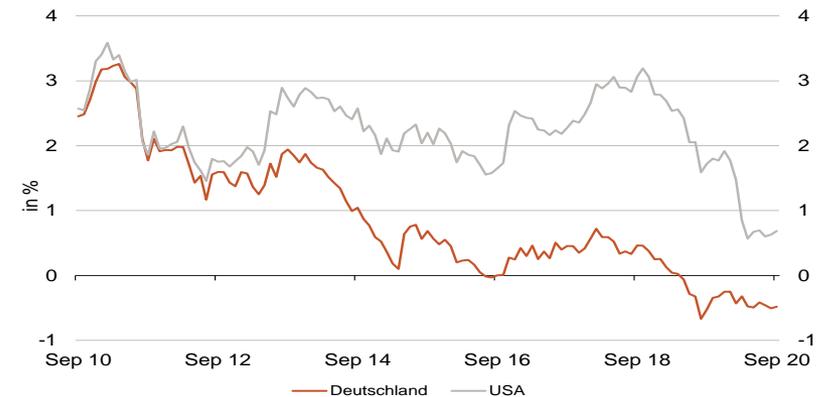
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.02.1999 – 21.09.2020

### Renditen seit mehreren Monaten innerhalb stabiler Korridore

- Nachdem es bei den 10-jährigen deutschen und amerikanischen Bundesanleihen Anfang Juni die letzte größere Aufwärtsbewegung (auf  $-0,277\%$  sowie rund  $0,9\%$ ) gegeben hatte, liegen sie seither in eher ruhigerem Fahrwasser.
- Die deutschen Renditen bewegen sich seither zwischen  $-0,55\%$  und gut  $-0,4\%$ . Mit gegenwärtig etwa  $-0,5\%$  liegen sie wieder am unteren Rand der Korridors.
- Die amerikanischen Pendanten verharren mit  $0,66\%$  auch weiterhin zwischen etwa  $0,5\%$  und rund  $0,75\%$ .

### Renditevergleich 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 21.09.2010 – 21.09.2020

# Staatsanleihen

## EUR-Staatsanleihen weitgehend uninteressant



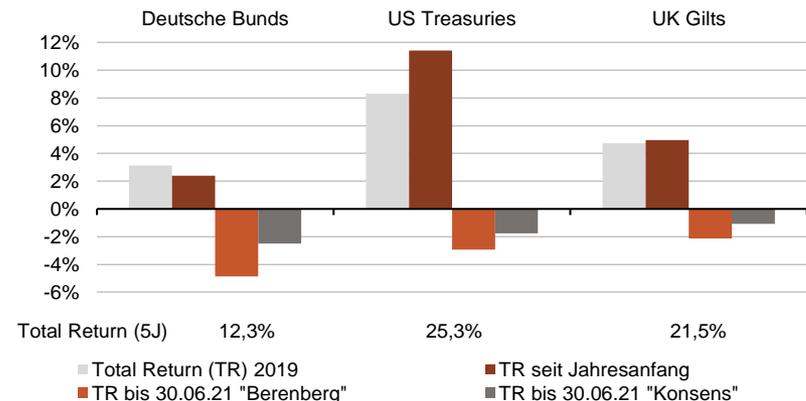
### Staatsanleihen werden unattraktiver

- Sich verbessernde Konjunkturdaten und steigende Inflationserwartungen auf der einen Seite sowie weiterhin massiv expansiv agierende Zentralbanken auf der anderen – in diesem Umfeld tendierten Bundesanleihen und US-Treasuries eher seitwärts. Negative Realzinsen und ein niedriges (nominales) Renditeniveau haben Bestand. Gepaart mit der Erwartung tendenziell leicht steigender Renditen macht dies eine Anlage in sichere europäische Staatsanleihen unattraktiv.

### EUR-Peripherie und US-Treasuries interessanter

- Ein wenig interessanter sind Emittenten aus der Peripherie, deren Renditevorsprung gegenüber den Euro-Kernländern allerdings zuletzt geschrumpft ist.
- Mittelfristig lohnt sich auch ein Blick auf inflationsgesicherte Papiere. Im Multi-Asset-Kontext können US-Staatsanleihen zur Absicherung dienen. Ihr Renditevorsprung gegenüber Bundesanleihen beträgt im zehnjährigen Laufzeitbereich zudem immerhin rund 115 Basispunkte. Allerdings besteht hier das Risiko einer erneuten US-Dollar-Schwäche.

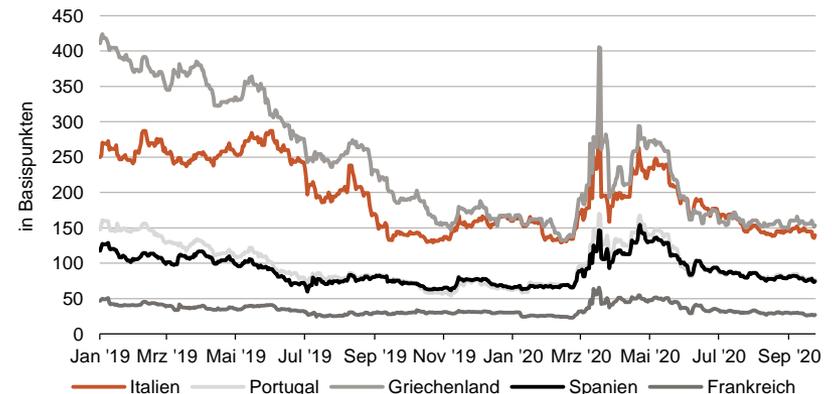
### Staatsanleihen nur noch zur Absicherung interessant



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

Zeitraum: 23.09.2015–23.09.2020

### Risikoaufläufe ggü. deutschen Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, 10-jährige Staatsanleihen

Zeitraum: 01.01.2019–23.09.2020

# Unternehmensanleihen

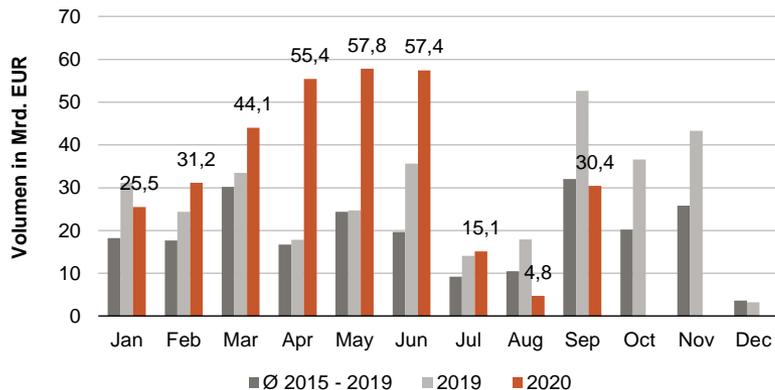
## Risikoprämien bleiben Trumpf



### Teurer Richtung Jahresende

- Über den Sommer konnten mit Unternehmensanleihen positive Erträge erzielt werden. Stetige Zentralbankkäufe und Fondszuflüsse hielten die Nachfrage hoch, ebenso bot die noch immer relativ hohe Kasseposition vieler Marktteilnehmer Aussicht auf weiteres Kurspotenzial. Dem stand, speziell in den Urlaubsmonaten Juli und August, ein stark rückläufiges Volumen an Neuemissionen bei vergleichsweise leergeäumten Handelsbüchern der Banken gegenüber. Wir gehen davon aus, dass die Entwicklung der Neuemissionsaktivität bis zum Jahresende ein ausschlaggebender Faktor für die Wertentwicklung sein wird.

### Hohe Nachfrage bei sinkendem Angebot

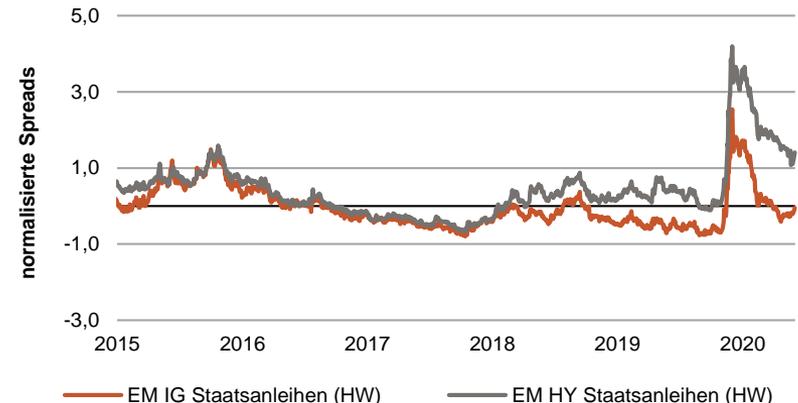


Quelle: Bloomberg; Neuemissionen von EUR-Unternehmensanleihen in Mrd. EUR  
 Zeitraum: 01.01.2015–22.09.2020

### EM: Risikoprämien in Hartwährung attraktiv

- Im Laufe des dritten Quartals setzten sowohl Hart- als auch Lokalwährungsanleihen ihre freundliche Entwicklung fort. Stabile Rohstoffpreise und ein schwächerer US-Dollar trugen nachhaltig dazu bei. Die Kapitalzuflüsse in die Assetklasse nahm im Zeitverlauf kontinuierlich zu. Die Risikoaufschläge bei EM-Hartwährungsanleihen sehen wir weiterhin als attraktiv an.
- Trotz der bereits stark gesunkenen Renditen von Lokalwährungsanleihen stufen wir diese aufgrund des Währungsaufholpotenzials, einhergehend mit einer US-Dollar-Schwäche, mittelfristig als lohnenswert ein.

### EM: höherverzinsliche Staatsanleihen mit Potenzial



Quelle: Bloomberg, Z-Score, gleitender 15-Jahres-Durchschnitt, HW = Hartwährung  
 Zeitraum: 15.09.2005–23.09.2020

# Kapitalmarktstrategie

## Anleihen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



### Kernsegmente



#### Staatsanleihen Untergewichten

- Euro-Anleihen verharren im Niedrigrenditeumfeld, bleiben bei hohen Bonitäten allerdings in Risk-Off-Phasen gefragt.
- Wir rechnen mit leicht steigenden Renditen, wenngleich sich die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken fortsetzen dürfte. Die Duration sollte weiterhin moderat gehalten werden - Zinsänderungsrisiken werden nicht ausreichend vergütet.
- US-Treasuries weisen positive Renditen auf und erscheinen in einem Multi-Asset-Kontext zur Absicherung gegen politische und konjunkturelle Risiken geeignet. Aus Sicht eines Euro-Anlegers sollte allerdings der US-Dollar im Auge behalten werden.



#### Unternehmensanleihen Übergewichten

- Die lockere Geldpolitik und die geringen Renditen bei Staatsanleihen lassen uns Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen präferieren.
- Innerhalb des Segments der Unternehmensanleihen bevorzugen wir Titel mit einer soliden Bilanz und somit geringem Ausfallrisiko.



### Weitere Segmente



#### Schwellenländeranleihen Übergewichten

- Schwellenländeranleihen sind aufgrund der höheren Rendite und des wirtschaftlichen Aufholpotenzials strategisch weiterhin interessant. Auch finden wir Frontier-Markets-Anleihen spannend.
- Ausdrücklich optimistisch schauen wir auf die Schwellenländer-Hartwährungsanleihen und präferieren dort Staatspapiere. Lokalwährungsanleihen erachten wir mittelfristig als lohnenswert.



#### Hochzinsanleihen Übergewichten

- Die trotz erfolgter Spreadeinengungen noch immer relativ attraktiven Risikoaufschläge sprechen für eine taktische Allokation. Bei US-Engagements sollte das Währungsrisiko abgesichert werden.
- Bei europäischen Hochzinsanleihen positionieren wir uns abseits von den üblichen Papieren.

# Prognosen

## Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	23.09.2020	30.06.2021		31.12.2021	
<b>Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)</b>	<b>Aktuell</b>		<b>Ø*</b>		<b>Ø*</b>
<b>USA</b>					
Leitzins	0,00-0,25	0,00-0,25	0,25	0,00-0,25	0,30
10J US-Rendite	0,67	1,25	0,97	1,40	1,16
<b>Eurozone</b>					
Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10J Bund-Rendite	-0,51	-0,10	-0,25	0,10	-0,17
<b>Großbritannien</b>					
Leitzins	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
10J Gilts-Rendite	0,22	0,50	0,39	0,60	0,57

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.09.2020

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



**05**

Rohstoffe



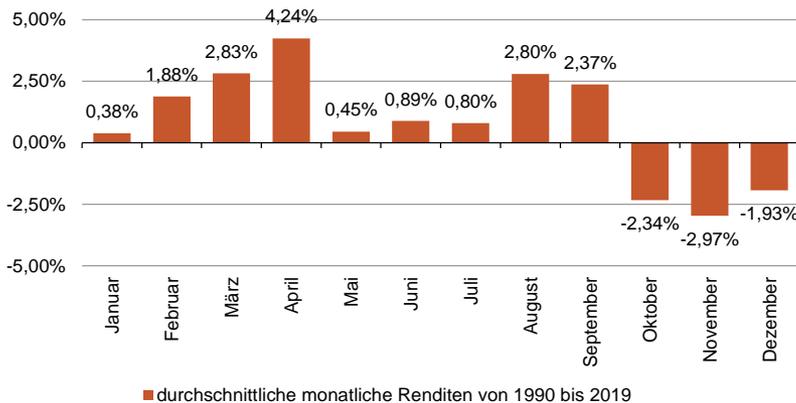
# Rohöl Ölpreis mit Aufwärtspotenzial



## Corona-Impfstoff würde Rohölnachfrage beflügeln

- Nachdem es in den vergangenen Monaten ungewöhnlich ruhig am Ölmarkt geworden war, zeigte sich der September deutlich volatil. Zunächst gewannen Nachfragesorgen infolge steigender Infektionszahlen die Überhand und Rohöl (Brent) fiel unter die Marke von 40 USD je Barrel und gab über 12% nach. Wenig später verurteilte der saudische Energieminister, Prinz Abdulaziz bin Salman, bei Treffen der OPEC+ jene Mitglieder, die sich nicht an ihre Kürzungen gehalten haben, sehr scharf. Die „Quoten-Brecher“ zeigten sich einsichtig und versicherten ihre Kürzungen nachzuholen. Die Macht Saudi Arabiens Mitglieder zur Konformität zu zwingen wurde vom Markt positiv aufgenommen und der Ölpreis erholte sich stückweise wieder.
- Die wiederaufkeimenden Nachfragesorgen zeigen allerdings, dass es für einen weiteren, nachhaltigen Preisanstieg die breite Verfügbarkeit eines Corona-Impfstoffes braucht und allein die Fügsamkeit innerhalb der OPEC+ nicht reicht. Denn erst dann ist mit einer signifikanten Nachfragerholung im Transportsektor, dem wichtigsten Verbraucher von Rohöl, zu rechnen. Da die Wahrscheinlichkeit eines wirksamen Impfstoffs langsam aber sicher steigt, dürfte Rohöl trotz typischerweise schwacher Herbstmonate bei Einhaltung der OPEC+-Kürzungen Unterstützung erfahren.

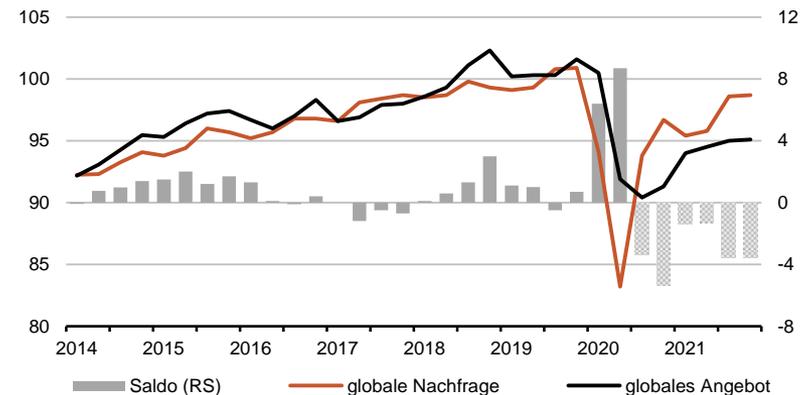
## Herbstmonate mit historisch schwacher Nachfrage



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.1990 – 31.12.2019

## Ölmarkt 2021 voraussichtlich im Defizit



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

Zeitraum: 01.01.2014 – 31.12.2021

# Edel- und Industriemetalle

## Gold mit temporärer Schwäche

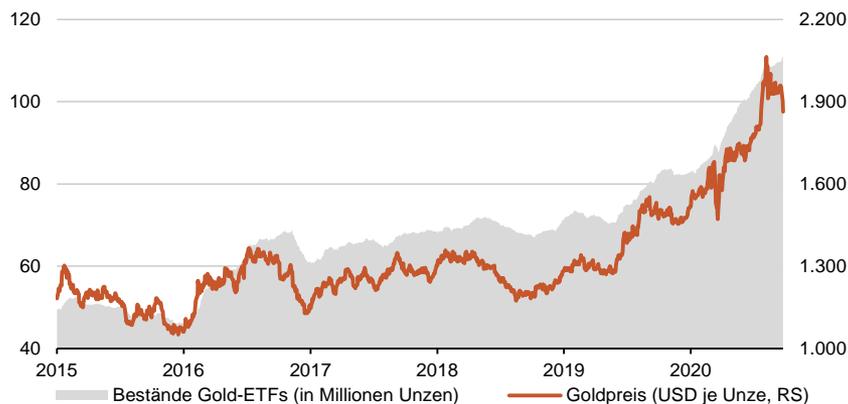


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Gold leidet unter starkem US-Dollar

- Trotz zahlreicher politischer Risiken wie der US-Präsidentschaftswahl und dem Brexit und steigenden Infektionszahlen musste Gold in den vergangenen Wochen spürbar nachgeben. Grund für die jüngste Schwäche ist insbesondere der erstarkende US-Dollar.
- Dennoch bleibt Gold mittelfristig gut unterstützt. Denn um die Tragfähigkeit der im Kampf gegen die Corona-Krise stark gestiegenen Schuldenberge vieler Staaten nicht zu gefährden, dürfte das Zinsniveau unterhalb der Inflationserwartung und die Realzinsen damit negativ bleiben. Die Opportunitätskosten gegenüber anderen nominalen sicheren Häfen bleiben somit nicht existent.

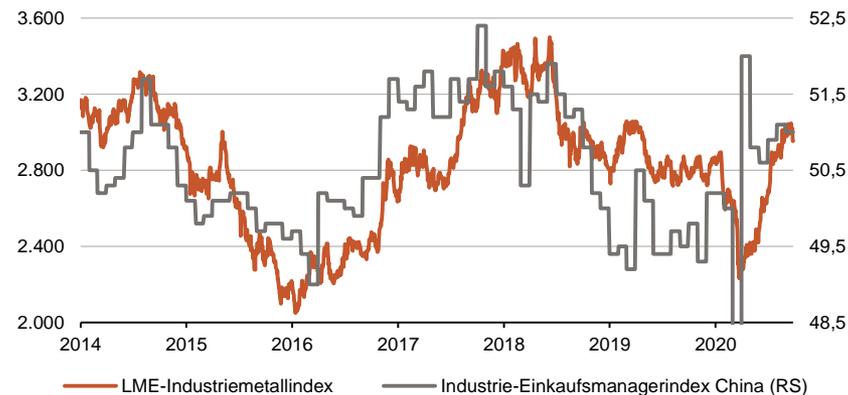
### ETF-Bestände steigen trotz fallendem Goldpreis



### Industriemetalle dürften einen Gang herunterschalten

- Nach der fulminanten Rally der vergangenen Monate bewegten sich die Industriemetalle zuletzt seitwärts. Während steigende Infektionszahlen sorgen bereiteten, signalisierten die Einkaufsmanagerindizes der Industrie eine Fortsetzung der Konjunkturerholung.
- Mit einem global synchronen Wirtschaftsaufschwung dürften Industriemetalle auch weiterhin hinzugewinnen, wenngleich in vermindertem Tempo. Mittelfristig profitieren einige Metalle zusätzlich vom Nachhaltigkeitstrend.

### Industriemetalle profitieren von Konjunkturerholung





# 06

## Währungen



# Marktentwicklung

## Währungen

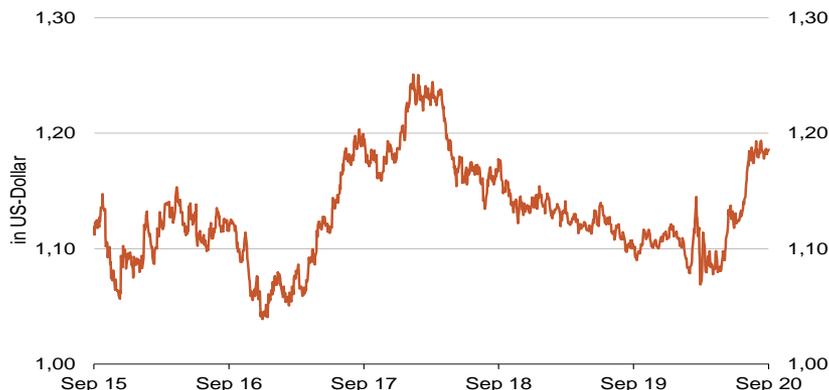


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### EUR/USD: Euro mit leichtem Rücksetzer

- Haupttreiber der Dollarschwäche sind die extrem expansive Geldpolitik der Fed, die anhaltenden Unruhen sowie die Unsicherheit im Rahmen der US-Präsidentschaftswahl. Die impliziten Hinweise der Fed auf eine äußerst langanhaltende Episode expansiver Geldpolitik trüben den Ausblick für den Dollar dabei nachhaltig.
- Bestärkt durch die jüngst eher passive Haltung der EZB dürfte der Euro daher auf starkem Niveau stabil bleiben.
- Aktuell steht der Euro etwas schwächer unter 1,18 USD. Konjunktursorgen stärken den Dollar.

### Wechselkurs Euro/US-Dollar



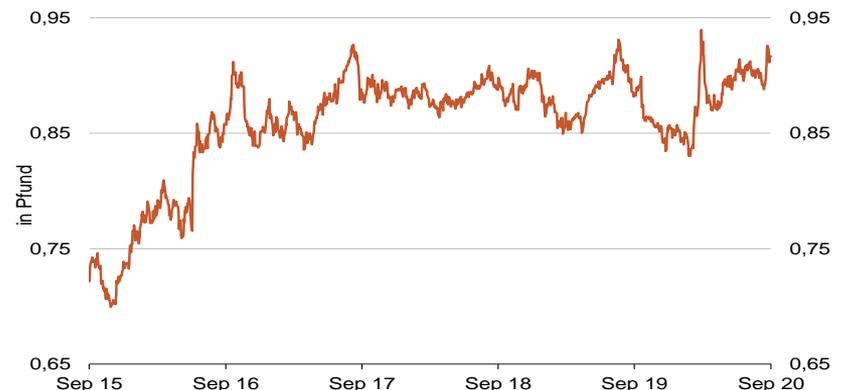
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 21.09.2015 – 21.09.2020

### EUR/GBP: Brexit-Poker sorgt für Impulse

- Johnsons fragwürdige Manöver im Brexit-Poker ließen den Euro gegenüber dem Pfund in die Höhe schießen. Die Wahrscheinlichkeit eines harten Brexits ist zuletzt gestiegen. Da dieses Risiko wieder stärker eingepreist wird, hat das Pfund Federn gelassen.
- Nachdem Anfang des Monats noch Impulsarmut vorherrschte, dürfte bis Ende September erhöhte Volatilität zu erwarten sein. Bis dahin hat die EU Großbritannien aufgefordert das umstrittene Binnenmarktgesetz wieder zurückzuziehen. Ansonsten droht das Aus der Brexit-Verhandlungen.

### Wechselkurs Euro/Britisches Pfund



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 21.09.2015 – 21.09.2020

# Prognosen

## Einschätzungen der wichtigsten Währungen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

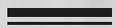
Wechselkursprognosen	23.09.2020	30.06.2021		31.12.2021	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,17	1,22	1,21	1,23	1,23
EUR/GBP	0,92	0,90	0,91	0,88	0,90
EUR/CHF	1,08	1,08	1,09	1,11	1,12
EUR/JPY	123	127	127	128	131
<b>Veränderung zum Euro (in %)</b>					
USD	-	-4,4	-3,6	-5,2	-5,2
GBP	-	1,8	0,7	4,1	1,8
CHF	-	-0,2	-1,2	-2,9	-3,8
JPY	-	-3,2	-3,2	-4,0	-6,2

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.09.2020

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



# Impressum



# Impressum



## **Berenberg**

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

Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900

## **Herausgeber**

**Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA**

Chefstrategie Wealth and Asset Management

## **Autoren**

**Ulrich Urbahn, CFA**

Leiter Multi Asset Strategy & Research

**Karsten Schneider**

Analyst Multi Asset Strategy & Research

**Ludwig Kemper**

Analyst Multi Asset Strategy & Research

**Dr. Jörn Quitzau**

Senior Economist

## **Kontakt**

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

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