



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Januar | 2021

# 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: 22. Dezember 2020



# Inhaltsverzeichnis

<b>01</b>	<b>Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt</b> Aktien im Übergewicht. Zyklischere Ausrichtung für die kommenden Monate	4
<b>02</b>	<b>Volkswirtschaft</b> Zweiter Lockdown bringt Rücksetzer im vierten Quartal. Positiver Ausblick ab Frühjahr.	9
<b>03</b>	<b>Aktien</b> Steigende Gewinne, fallende Bewertungen	14
<b>04</b>	<b>Anleihen</b> Anlageampel bleibt bei Unternehmensanleihen auf Grün	20
<b>05</b>	<b>Rohstoffe</b> Rotation aus Gold in Risikoanlagen. Positive Impfstoff-News beflügeln Ölpreis	26
<b>06</b>	<b>Währungen</b> Euro/US-Dollar behauptet sich oberhalb von 1,20. Nervosität beim Pfund	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 (20.11.20 - 18.12.20)	■ YTD (31.12.19 - 18.12.20)	18.12.19 18.12.20	18.12.18 18.12.19	18.12.17 18.12.18	18.12.16 18.12.17	18.12.15 18.12.16
Brent	-36,6	12,2	-36,5	31,0	-1,9	-3,1	28,8
DAX	3,8	2,9	3,1	23,1	-19,3	16,7	7,5
Euro Stoxx 50	2,3	-3,4	-3,2	26,4	-13,5	13,5	2,9
Aktien Emerging Markets	1,7	6,5	6,2	20,8	-9,4	19,6	15,1
EM-Staatsanleihen (hart)	1,5	6,7	7,0	11,7	-1,4	9,3	8,8
S&P 500	1,1	7,3	7,6	30,7	0,2	7,7	19,4
Aktien Japan	1,1	2,9	1,9	19,7	-9,0	11,0	10,4
EUR Unternehmensanleihen	0,2	2,8	2,5	6,6	-1,9	3,5	4,0
EUR Staatsanleihen	0,0	2,1	1,9	3,6	-0,4	1,2	1,5
Eonia	0,0	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Gold	-2,7	13,4	15,6	20,7	2,7	-1,3	10,7
USD/EUR-Wechselkurs	-3,3	-8,5	-9,3	2,2	3,7	-11,3	4,0

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: 18.12.2015 – 18.12.2020

# Kapitalmarkt kompakt

## Ausblick nach Anlageklassen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Volkswirtschaft



- Konjunktur: Der Wiederaufschwung wird durch zweite Infektionswelle unterbrochen. Geringerer Rückschlag als im Frühjahr.
- Die Regierungen und Notenbanken unterstützen weiter mit allen Mitteln das konjunkturelle Comeback.
- Die geld- und fiskalpolitische Unterstützung und die Impfstoff-Nachrichten sprechen für einen kräftigen Aufschwung ab 2021.

### Aktien



- Alle Aktienregionen und insbesondere die Covid-19-gebeutelten Branchen und Regionen legten in Q4 zu.
- Die Unternehmensgewinne dürften nächstes Jahr deutlich steigen und damit einen Bewertungsrückgang überkompensieren.
- Wir bevorzugen über das gesamte Jahr 2021 vor allem europäische und Schwellenländeraktien.

### Anleihen



- Staatsanleihen: Risk-on, steigende Verschuldung und Inflationserwartungen belasten die sicheren Häfen.
- Unternehmensanleihen: Firmen mit verbesserten Bilanzen, Nachfrageüberhang hält an, Anlageampel bleibt auf Grün.
- Schwellenländeranleihen: Lokalwährungspapiere profitieren von stärkerem Handel und schwächerem US-Dollar.

### Alternative Investments / Rohstoffe



- Steigende Nachfrage nach Goldschmuck aus Schwellenländern und negative Realzinsen dürften den Goldpreis unterstützen.
- OPEC+ steuert erfolgreich den Ölmarkt. Bevorstehende Nachfrageerholung eröffnet moderates Preispotenzial.
- Langfristig treiben strukturelle Trends die Nachfrage von Industriemetallen. Kurzfristig scheint ein Rücksetzer wahrscheinlich.

### Währungen



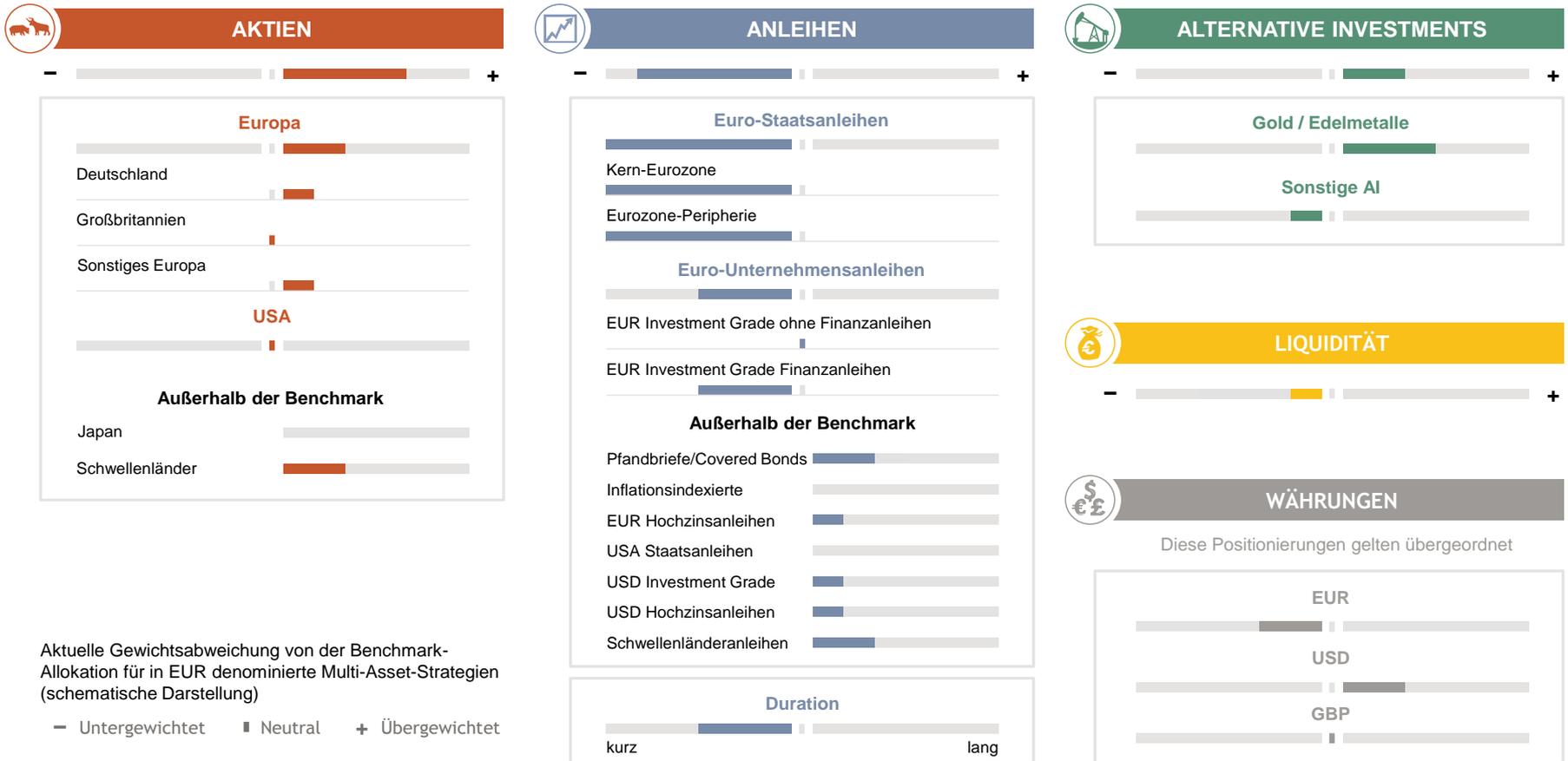
- Die Gemeinschaftswährung behauptet sich oberhalb von 1,20 US-Dollar je Euro. EZB-Maßnahmen ohne große Wirkung.
- Das Britische Pfund hängt eng an Brexit-Nachrichtenlage. Virus-Mutation in Südengland bringt neue Unsicherheit.
- Der Schweizer Franken bleibt sehr hoch bewertet. Seine Kursschwankungen reflektieren Risikolage an den Märkten.

# 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

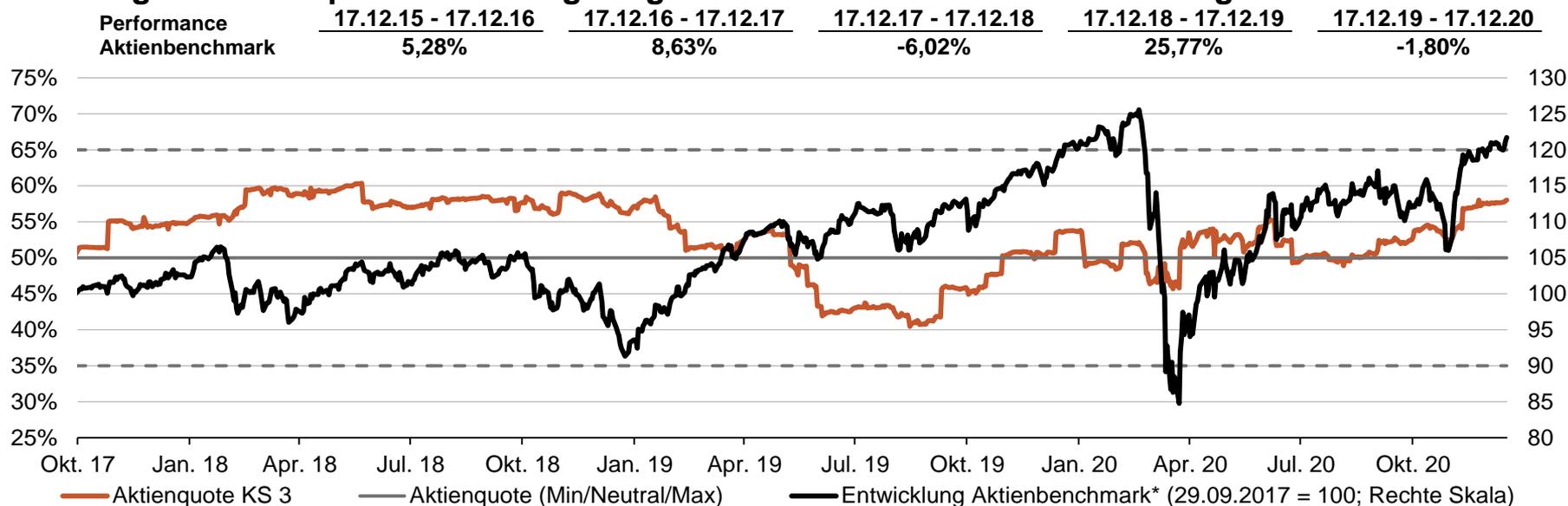
Darstellung per 16.12.2020

# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Rückblick für die Kernstrategie 3

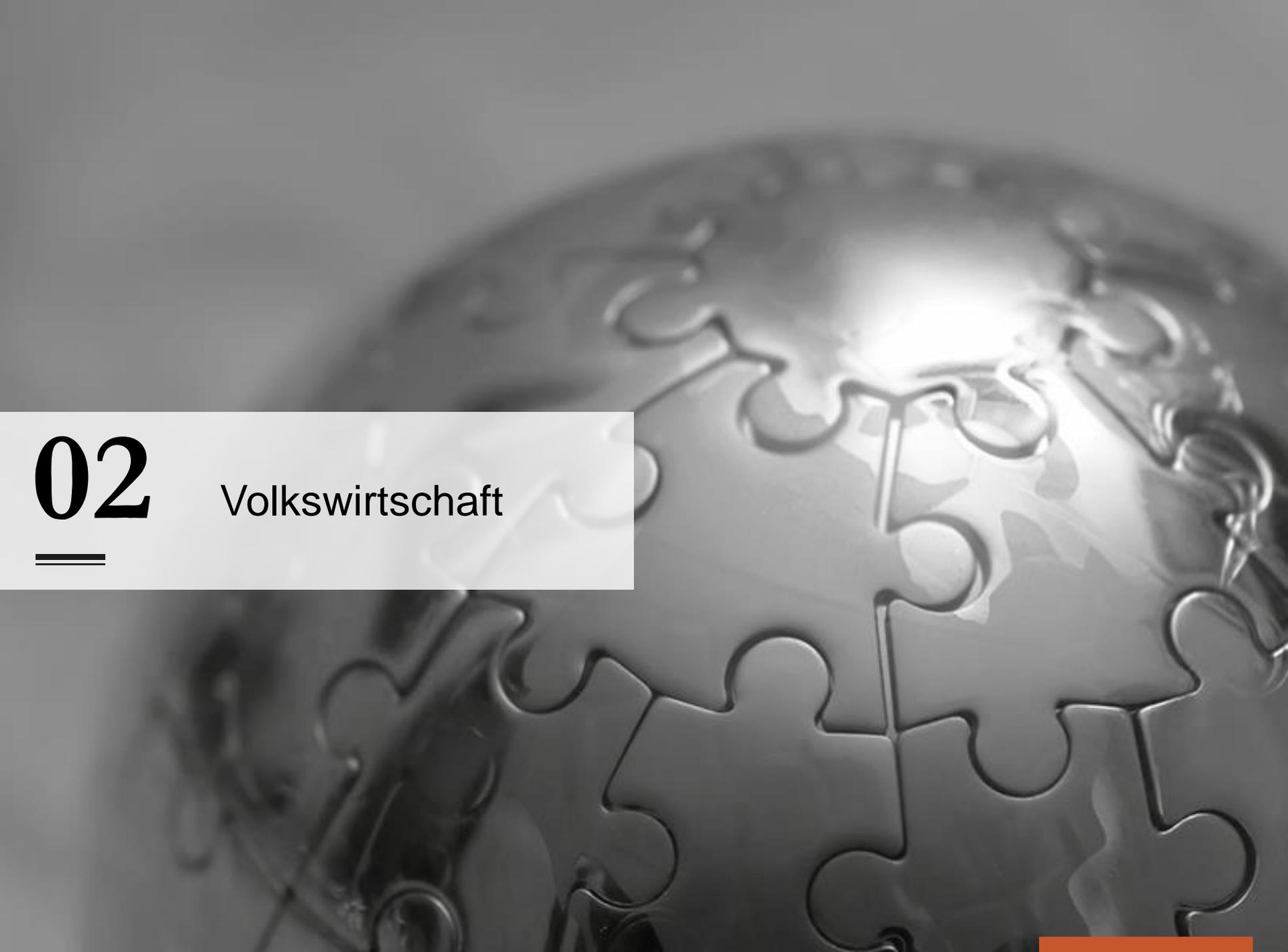


### Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg \*„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 17.12.2015 – 17.12.2020  
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Zu Beginn der Corona-Krise waren wir bei Aktien nahe der strategischen Allokation positioniert. Bereits vor Ende März ergriffen wir in der Krise selektiv Chancen. Von der leichten Übergewichtung bei Aktien haben wir in den Folgemonaten merklich profitiert. Ab Juni positionierten wir uns neutral für einen von uns erwarteten zähen Sommer.
- Seit September haben unsere Aktienquote wieder sukzessive hochgefahren, um von der weiteren Konjunkturerholung und Fortschritten in der Impfstoff-Entwicklung zu profitieren, mit weiteren Schritten im November. Im Gegenzug haben wir sichere Anlagen wie beispielsweise US-Treasuries reduziert. Innerhalb von Aktien haben wir uns zyklischer positioniert, um an der Rotation von Covid-Gewinnern zu Covid-Verlierern zu partizipieren. Wichtige Bausteine sind Positionen in Small Caps, China sowie die starke Reduzierung des Untergewichts in Großbritannien. Insgesamt hat unsere Multi-Asset-Strategie immer noch einen starken „Growth Quality“ Fokus, ergänzt aber nun um ausgewähltes zyklisches Exposure.



**02**

Volkswirtschaft



# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

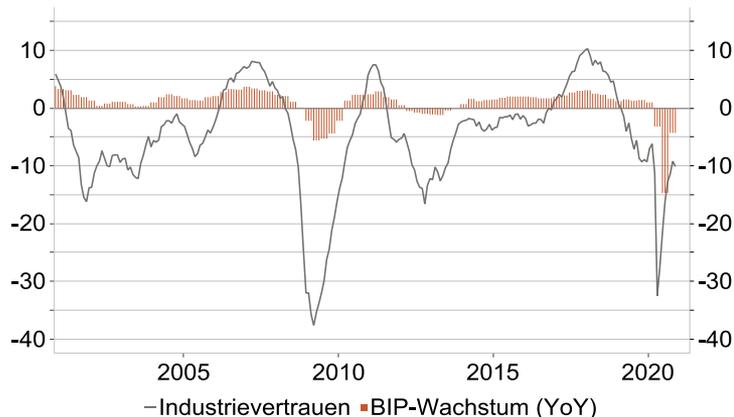


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Einigung in Sachen Fiskaldeal erreicht

- Wie häufig auf EU-Ebene stellt sich ein Erfolg bei kritischen Verhandlungen erst auf der Zielgeraden ein. So auch in Sachen des geplanten Fiskalpakets. Das polnisch-ungarische Veto bezüglich der umstrittenen Rechtsstaatlichkeitsklausel konnte schlussendlich überwunden werden. Die ersten substantiellen Zahlungen dürften somit wie geplant etwa im Juni 2021 fließen.
- Ob Europa und Großbritannien im Endspurt noch zueinander finden können bleibt abzuwarten. Immerhin: Die Verhandlungen werden nach mehreren verpassten Deadlines dennoch fortgeführt.

### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



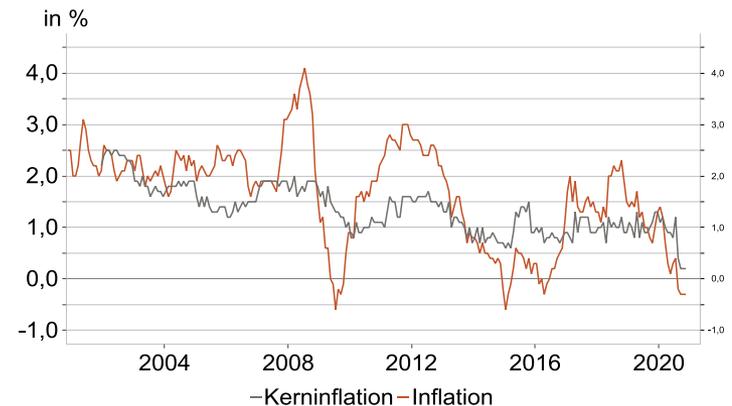
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 30.11.2000 – 30.11.2020

### EZB liefert am unteren Rand der Erwartungen

- Die EZB blieb zwar am unteren Rand der Erwartungen, dafür hat sie aber einige technische Einzelheiten ihrer Programme so angepasst, dass sie den geldpolitischen Impuls verstärken. Insgesamt hat die EZB damit in etwa das geliefert, was sie zuvor in Aussicht gestellt hat.
- Bei einer Inflationsrate von  $-0,3\%$  gegenüber dem Vorjahr sind die Preise auch im November gesunken. Das Pandemiegeschehen schafft vorübergehend ein preisdämpfendes Umfeld.
- Für das Gesamtjahr 2020 erwarten wir eine Inflation von  $0,2\%$ .

### Eurozone Inflation



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 30.11.2000 – 30.11.2020

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

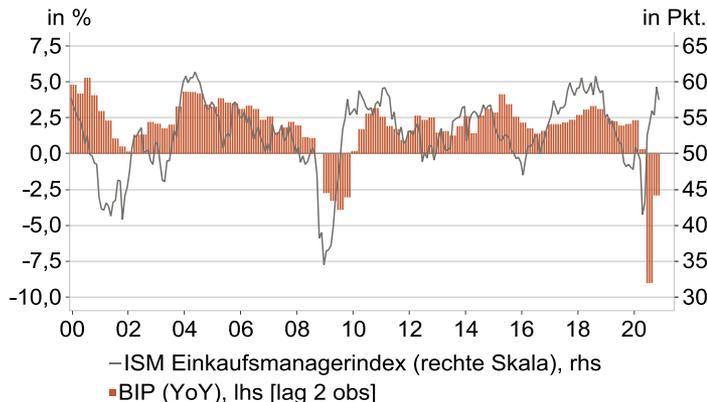


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Einigung auf weiteres Konjunkturpaket

- Demokraten und Republikaner haben sich nach monatelangen Verhandlungen auf ein weiteres Konjunkturpaket mit einem Volumen von 900 Milliarden US-Dollar geeinigt.
- Der Beschäftigungszuwachs außerhalb des Agrarsektors ist im November unerwartet schwach ausgefallen. Die Arbeitslosenquote ist dennoch weiter abgesunken (6,7 %). Wenngleich 56 % der im März und April abrupt weggefallenen Beschäftigungsverhältnisse bereits wieder wettgemacht werden konnten, ist auch die gemessene Zahl verfügbarer Arbeitskräfte und damit die Erwerbsquote zurückgegangen.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



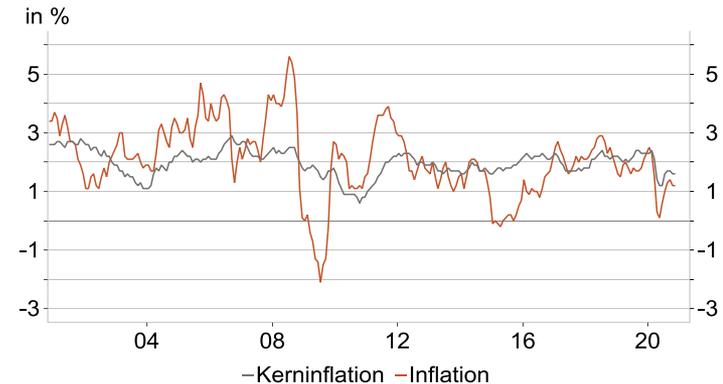
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 31.12.2000 – 30.11.2020

### Inflation im November weiter gedämpft

- Im November sind die Preise im Vergleich zum Vormonat um 0,2 % angestiegen. Ggü. Vorjahr liegt die Inflationsrate damit weiterhin bei 1,2 % und damit mehr als einen Prozentpunkt unterhalb des im Februar erreichten Vorkrisenniveaus von 2,3 %.
- Sobald die akute Phase des Pandemiegeschehens durch umfangreiche Impfkampagnen und die Aufhebung diverser Restriktionen abebbt, dürfte auch der Preisauftrieb wieder spürbarer werden.
- Für das Gesamtjahr 2020 erwarten wir eine Inflationsrate von 1,3 %.

### USA Inflation



MACROBOND

Quelle: Macrobond

Zeitraum: 30.11.2000 – 30.11.2020

# China

## Konjunktur- und Preisentwicklung

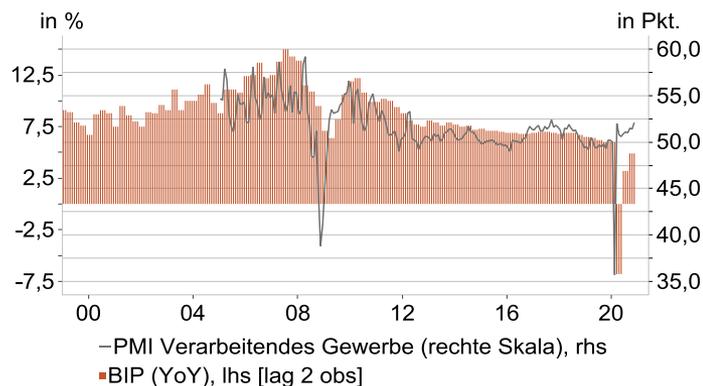


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Chinas konjunkturelle Entwicklung bleibt stark

- Konjunkturell reißt der positive Datenfluss auch weiterhin nicht ab: Trotz der jüngsten Aufwertungsepisode des Yuan gegenüber dem US-Dollar können sich die Exporte im November äußerst positiv entwickeln. Mit einem Plus von 21,1 % gegenüber dem Vorjahresvolumen werden die Erwartungen stark übertroffen (Konsens: 12,0 %).
- Mit einem Plus von 7,0 % und 4,24 % gegenüber dem Vorjahresmonat sind die Novemberdaten zur Industrieproduktion und den Einzelhandelsumsätzen ebenfalls gut ausgefallen.

### China BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



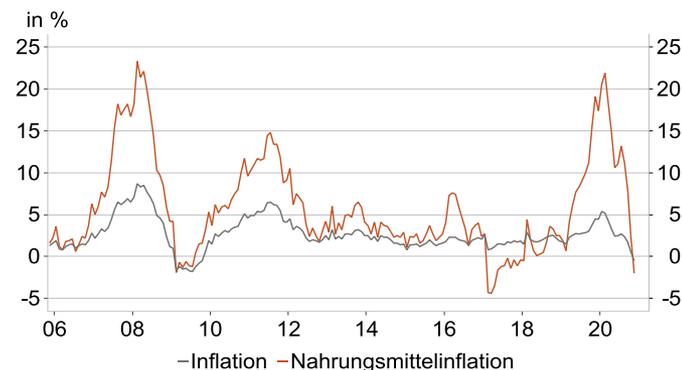
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 30.11.2000 – 30.11.2020

### Inflation auf niedrigstem Stand seit 2009

- Auch in China gehen die Preise ggü. Vorjahr im November zurück. Mit  $-0,5\%$  ist die Inflation im Vorjahresvergleich damit auf dem niedrigsten Stand seit 2009. Das anhaltend preisdämpfende Umfeld hat sich seit September deutlich bemerkbar gemacht. Allerdings waren die entsprechenden Referenzgrößen im vergangenen Jahr angesichts der galoppierenden Nahrungsmittelinflation auch relativ hoch.
- Für das Gesamtjahr 2020 prognostizieren wir eine Inflationsrate von  $2,5\%$ . Im folgenden Jahr erwarten wir einen Rückgang auf gut  $1,4\%$ .

### China Inflation (YoY)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 30.11.2005 – 30.11.2020

# Prognosen

## Wichtigste Einschätzungen im Überblick

### BIP-Wachstum (in %)

### Inflation (in %)

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2020		2021		2022		2020		2021		2022	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA	-3,7	-3,5	5,0	3,9	4,1	3,1	1,3	1,2	2,2	2,0	2,4	2,1
Eurozone	-7,5	-7,4	5,0	4,6	3,6	3,6	0,2	0,3	0,8	0,9	1,3	1,2
Deutschland	-5,8	-5,6	4,4	4,0	3,4	3,3	0,4	0,4	1,3	1,3	1,2	1,4
Frankreich	-9,3	-9,3	7,0	6,1	3,9	3,8	0,5	0,5	0,9	0,8	1,3	1,2
Italien	-9,5	-9,0	5,8	5,3	3,3	3,1	-0,1	-0,2	0,6	0,4	1,3	0,9
Spanien	-12	-11,6	7,1	6,1	6,2	4,8	-0,4	-0,3	0,7	0,6	1,3	1,1
Großbritannien	-11,6	-11,2	7,3	5,4	4,9	4,5	0,9	0,9	1,2	1,5	2,1	1,9
Japan	-5,3	-5,3	3,4	2,6	1,9	1,8	0,1	0,0	0,2	0,1	0,5	0,5
China	2,7	2,0	9,0	8,2	4,8	5,5	2,5	2,7	1,4	1,7	2,2	2,4
Welt*	-3,4	-3,8	4,3	5,2	3,1	3,7		2,2		2,7		2,9

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 18.12.2020

\* 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

## Aktienmarkthausse setzte sich fort

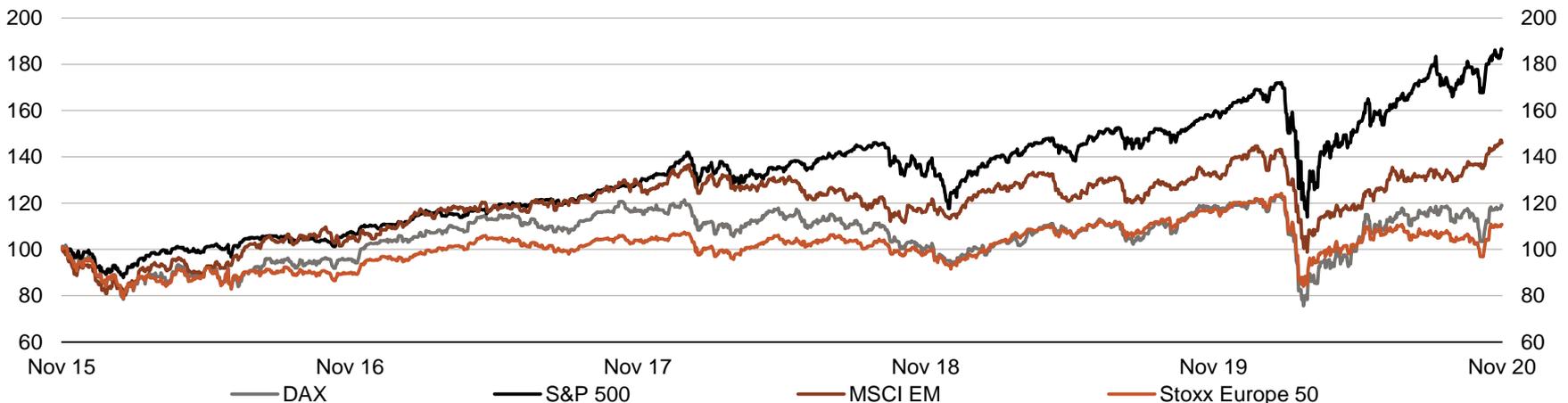


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Aktien mit Kursfeuerwerk in Q4 dank nachlassender Unsicherheit

- Der Wahlsieg von Joe Biden in Kombination mit den positiven Covid-19-Impfstoff-Nachrichten hat zu einem regelrechten Kursfeuerwerk an den Börsen im November und Dezember geführt. Weltweit sind alle bekannten Aktienbarometer im vierten Quartal deutlich im Plus, allen voran die regionalen Indizes, die besonders stark unter den Covid-19-Restriktionen gelitten hatten. So konnten beispielsweise US Small Caps und osteuropäische Aktien um 20% bzw. 17% in Euro gerechnet zulegen.
- Die bereits im Vorfeld stark gelaufenen US-Aktien gehörten zu den relativen Verlierern, weil sich insbesondere Tech-Aktien unterdurchschnittlich entwickelten. Seit Jahresanfang sieht das Bild jedoch nach wie vor anders aus: Osteuropäische und britische Aktien notieren deutlich im negativen Bereich, während asiatische und US-Aktien weit vorne liegen und teilweise neue Allzeithochs erreicht haben.

### Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung skaliert auf 100

Zeitraum: 18.12.2015–18.12.2020

# Unternehmensgewinne

## Deutliche Steigerung der Unternehmensgewinne in 2021



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

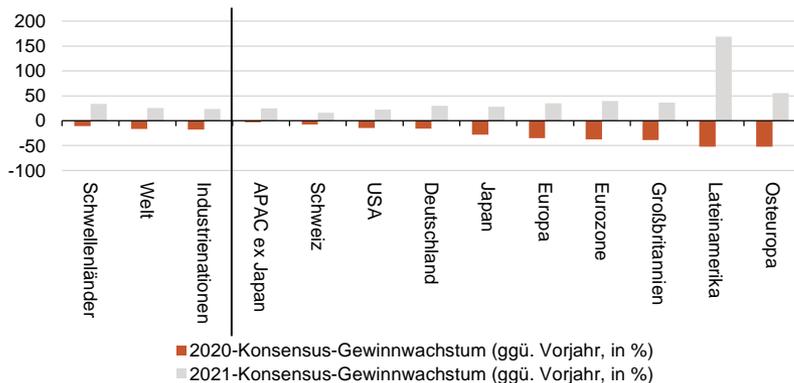
### Gewinne dürften kräftig steigen

- Nachdem die Unternehmensgewinne in 2020 vor allem für die stark vom Coronavirus betroffenen Sektoren wie Energie, Finanzen und Freizeit stark gefallen sind, erwartet der Konsensus für 2021 eine kräftige Erholung. Die Analysten sehen entsprechend das größte Gewinnwachstum nächstes Jahr in Lateinamerika und Osteuropa – Regionen, die insbesondere von einer Rohstoffholung profitieren dürften. Für die USA wird ein Gewinnwachstum von 22%, für Europa von 35% erwartet.

### Positives Bild bei den Gewinnrevisionen

- Wir denken, dass die optimistischen Schätzungen gerechtfertigt sind. Dafür spricht, dass wir von einer niedrigeren Basis nach dem Gewinneinbruch in 2020 aus starten. Unterstützend wirkt auch die weiterhin expansive Zentralbankpolitik weltweit sowie die geplanten fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen in vielen Regionen. Eine diplomatischere Handels- und Außenpolitik unter Joe Biden und erhöhte Investitionsausgaben der Unternehmen dürften auch förderlich sein. Wir wären also nicht überrascht, wenn nächstes Jahr die tendenziell immer zu optimistischen Gewinnschätzungen der Analysten auch tatsächlich so oder sogar höher eintreffen würden.

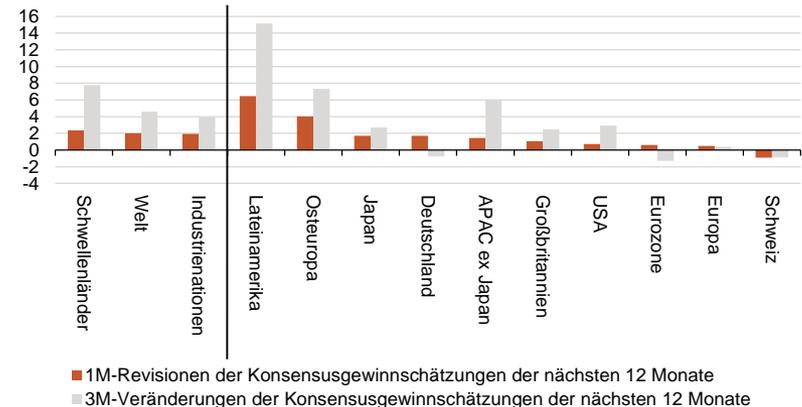
### Schwellenländern mit größtem Gewinnwachstum



Quelle: Factset

Stand: 18.12.2020

### Zuletzt positive Gewinnrevisionen für alle Regionen



Quelle: Factset

Stand: 18.12.2020

# Bewertung & Ausblick

## Bewertungen stark angestiegen, zyklische Aktien präferiert

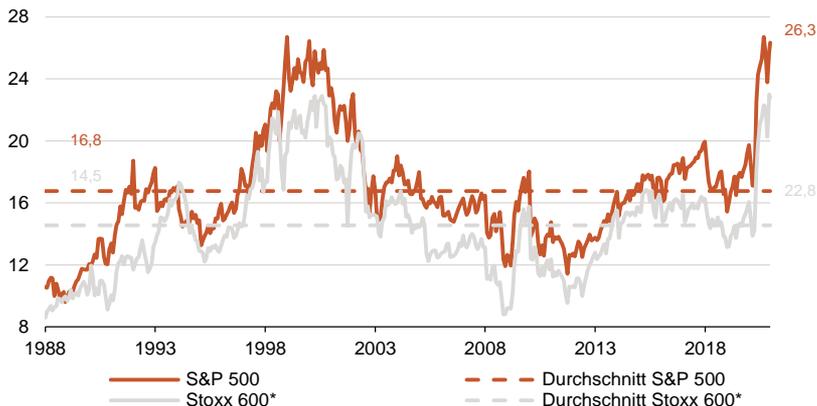


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Bewertungen dürften zurückgehen

- Die Aktienbewertungen sind 2020 aus zweierlei Gründen deutlich gestiegen. Die vor allem in den USA gesunkenen Zinsen haben zu einem niedrigeren Abdiskontierungsfaktor für die zukünftigen Gewinne geführt. Zudem hat der Markt durch die Corona-Krise hindurchgeschaut, in der berechtigten Hoffnung auf eine zeitnahe Impfstoffverfügbarkeit. Da die Anleiherenditen nächstes Jahr zumindest leicht zulegen dürften und der Markt auch eine Gewinnerholung teilweise eingepreist hat, sollten die Aktienbewertungen nächstes Jahr etwas fallen – das Gewinnwachstum dürfte stärker positiv sein als die Kursentwicklung.

### Bewertungen deutlich gestiegen dieses Jahr

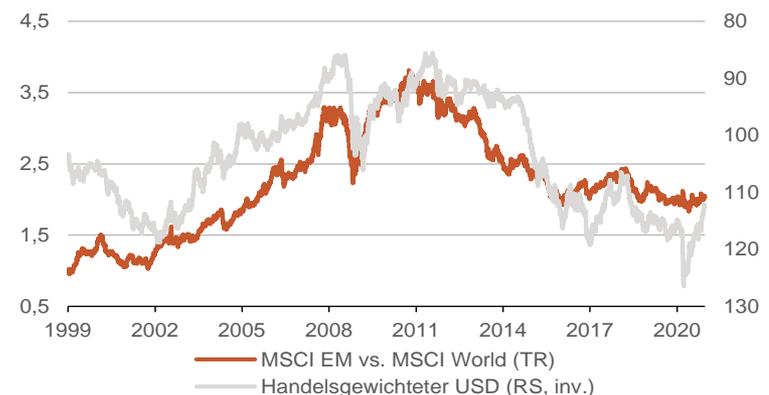


\*Für den Stoxx 600 wurde die Historie vor 2000 vom MSCI Europa übernommen.  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 30.12.1987 – 18.12.2020

### Zyklische Aktien präferiert

- Auf das ganze Jahr 2021 gesehen präferieren wir Schwellenländer- und europäische Aktien, die insbesondere von einer synchronen Konjunkturerholung nächstes Jahr profitieren dürften. US-Aktien sollten zwar 2021 auch zulegen, jedoch sich zumindest im ersten Halbjahr eher unterdurchschnittlich entwickeln. Dafür spricht, dass der Index aus vielen Wachstumstiteln besteht, die bei steigenden Zinsen aufgrund ihrer höheren Bewertungen nur begrenztes Aufwärtspotenzial haben dürften. Wenn der Markt vermehrt auf 2022 schaut, dürften US-Aktien wieder stärker performen.

### EM-Aktien dürften von fallendem USD profitieren



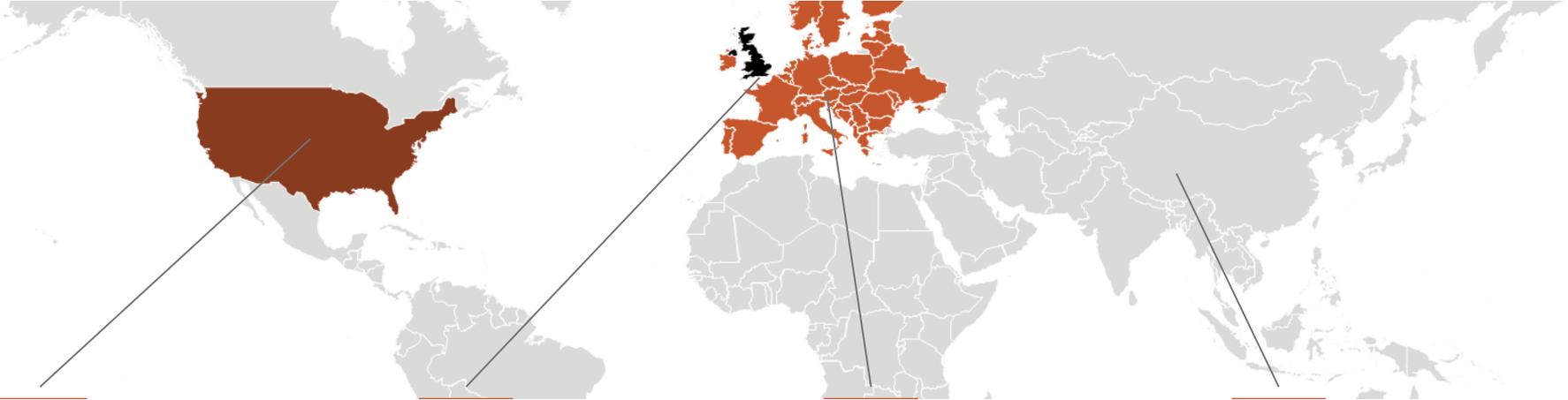
Relative Entwicklung von MSCI EM zu MSCI World auf Total-Return-Basis  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 31.12.1998 – 18.12.2020

# Aktien Allokation

## Schwellenländer und Europa ex UK übergewichtet



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



### USA

#### Neutral

- Wir haben US-Aktien in unserem Portfolio weiterhin neutral gewichtet. Wir haben jedoch zuletzt US Small Caps allokiert, um uns zyklischer auszurichten und stärker an der wahrscheinlichen Konjunkturerholung in den USA zu partizipieren.

### Großbritannien

#### Untergewichten

- Abnehmende Brexit-Unsicherheit und deutliche Konjunkturbelebung im nächsten Jahr, relativ günstige Bewertungen im regionalen Kontext sowie ein massives Untergewicht des Investment-Konsensus sprechen dafür, dass man alleine aus Risikomanagementgesichtspunkten sich kein starkes GB-Untergewicht mehr leisten sollte. Wir haben unser GB-Untergewicht, was sich über die letzten Jahre ausgezahlt hat, zuletzt deutlich reduziert.

### Europa ex. UK

#### Übergewichten

- Eine synchrone weltweite Konjunkturerholung nächstes Jahr, nach der Corona-Rezession dieses Jahr, dürfte insbesondere exportabhängigen europäischen Unternehmen zugute kommen.
- Die beschlossenen Fiskalpakete sowie die Geldpolitik der EZB dürften zudem unterstützen.

### Schwellenländer

#### Übergewichten

- Schwellenländer-Aktien dürften einer der Hauptprofiteure einer Erholung der Weltkonjunktur sein.
- Insbesondere für chinesische Aktien sind wir positiv gestimmt. Chinesische Unternehmen dürften von der wieder florierenden heimischen Wirtschaft und dem kürzlich beschlossenen asiatisch-pazifischen Handelsabkommen profitieren.

# Prognosen

## Einschätzungen für ausgewählte Indizes

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	14.12.2020	30.06.2021	31.12.2021	in 12 Monaten
S&P 500	3.647	3.800	3.950	3.965
DAX	13.223	14.000	14.600	14.761
Euro Stoxx 50	3.504	3.700	3.800	3.782
MSCI Großbritannien	1.834	1.950	2.050	2.021
<b>Indexpotenzial (in %)</b>				
S&P 500	-	4,2	8,3	8,7
DAX	-	5,9	10,4	11,6
Euro Stoxx 50	-	5,6	8,4	7,9
MSCI Großbritannien	-	6,3	11,8	10,2

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 14.12.2020

\*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen



# Marktentwicklung

## Zinsen und Renditen

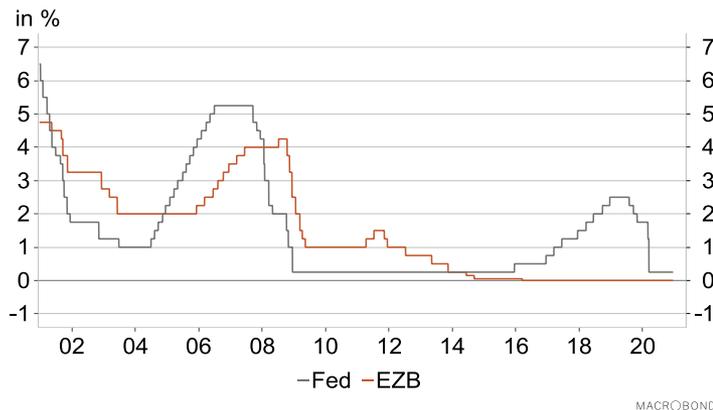


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### EZB setzt neue Impulse

- Mit 500 Mrd. Euro zusätzlichen Anleihekäufen bis März 2022 und drei weiteren langfristigen Refinanzierungsangeboten für Banken blieb die EZB zwar am unteren Rand der Erwartungen, dafür hat sie aber einige technische Einzelheiten ihrer Programme so angepasst, dass sie den geldpolitischen Impuls verstärken.
- Laut EZB wird es länger dauern, bis die Inflationsrate nach dem Auslaufen einiger Sonderfaktoren sichtbar anziehen wird.
- Im Wesentlichen wird sie ihre expansive Geldpolitik damit bis weit in das Jahr 2022 hinein beibehalten.

### Leitzinsen



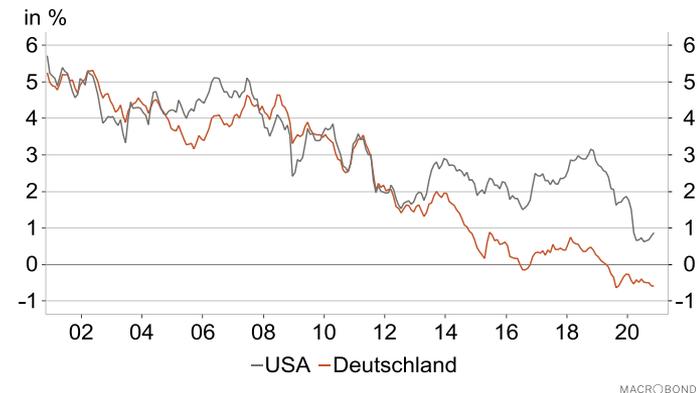
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 31.12.2000 – 18.12.2020

### Größeres Bild bei Renditen unverändert

- Angesichts der steigenden Unsicherheit bleiben die Renditen der sicheren Bundesanleihen unter Druck. Die Renditen der Papiere mit einer Laufzeit von zehn Jahren verharren auf sehr niedrigem Niveau.
- Die Renditen der zehnjährigen amerikanischen Staatsanleihen liegen mittlerweile wieder knapp unterhalb von 1,0 %.
- Längerfristig gibt es weiterhin Aufwärtsrisiken für die US-Renditen, da u.a. die Haushaltsdefizite in Zukunft weiter steigen dürften. Wir erwarten daher bis Mitte 2021 einen Anstieg auf 1,5 %.

### Renditevergleich 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 31.12.2000 – 18.12.2020

# Staatsanleihen

## Sicherheitsbonus schwindet



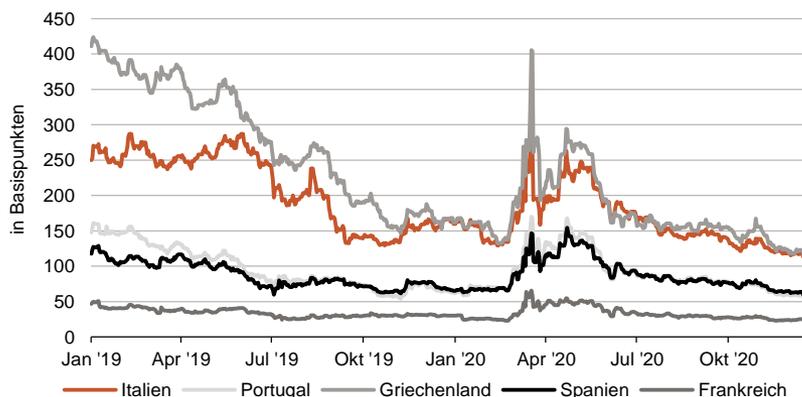
### Politische Unsicherheit sinkt, Impfstoffe lassen hoffen

- Der marktfreundliche US-Wahlausgang und der Vollzug des Brexit zum Jahreswechsel lassen zwei wichtige politische Unsicherheitsfaktoren verfallen. Auch angesichts anhaltender Impfstoff-Fortschritten sollten Anleiheinvestoren im Risk-on-Modus in das Jahr 2021 starten.
- Zwar war 2020 erneut ein Jahr fallender Staatsanleiherenditen, doch zeichnet sich zumindest bei US-Staatsanleihen bereits eine Trendwende ab. Neben den genannten Faktoren erweisen sich seit dem Sommer kontinuierlich steigende Inflationserwartungen und die zunehmende Staatsverschuldung als Renditetreiber.

### Sichere Staatsanleihen wenig attraktiv

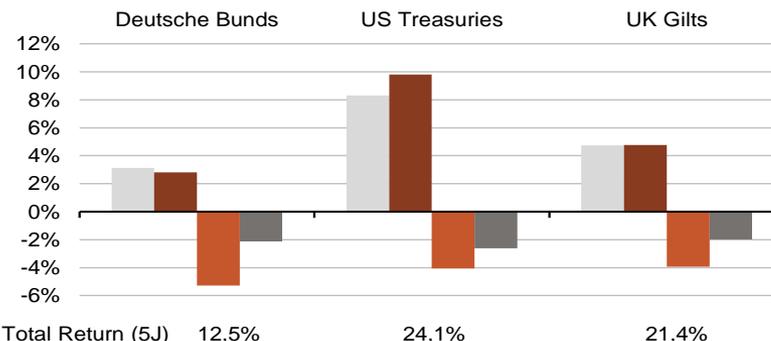
- Die „sicheren Häfen“ bieten nicht mehr den gleichen Schutz wie noch vor einigen Monaten, sondern sind selber mit Vorsicht zu genießen. Innerhalb der Eurozone haben sich die Renditeaufschläge der Peripherieländer gegenüber Papieren aus den Kernstaaten deutlich eingengt und weisen nur noch wenig Potenzial als Anlagealternative auf. Wir positionieren uns gegenüber dem Segment der Staatsanleihen zurückhaltend.

### Risikoaufschläge ggü. deutschen Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, 10-jährige Staatsanleihen Zeitraum: 01.01.2019–17.12.2020

### Verluste mit Staatsanleihen im Konjunkturaufschwung



Quelle: Bloomberg, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7–10 Jahre, TR) Zeitraum: 17.12.2015 - 17.12.2020

# Unternehmensanleihen

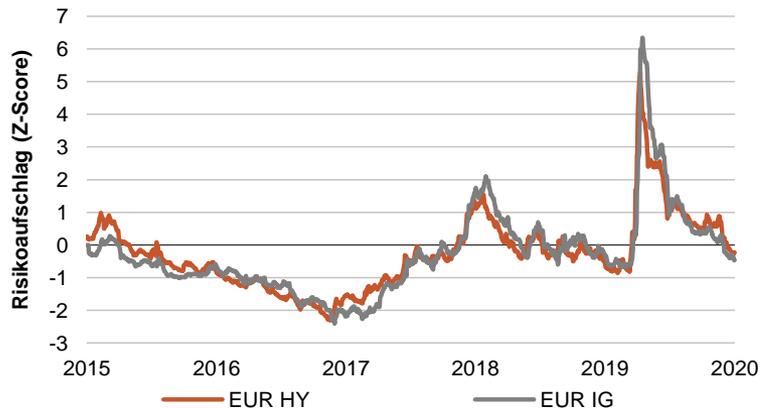
## Anlageampel bleibt auf Grün



### Technik übertrumpft schwächere Bilanzen

- Zum Jahresende können Unternehmensanleihen mit einer positiven Wertentwicklung glänzen. Auch für das Jahr 2021 sehen wir grünes Licht: Eine deutliche Konjunkturerholung, gepaart mit beispiellosem Stimulus, sollte die Erträge des Unternehmenssektors stabilisieren und Kreditausfälle in Schach halten. In Europa dürfte der Fokus noch etwas länger auf Bilanzreparatur liegen als in den USA. Als relevanter noch dürften sich für die Kreditmärkte jedoch einige technische Faktoren wie die abnehmenden Neuemissionen und EZB-Anleihekäufe sowie Negativzinspolitik erweisen.

### Credit: Risikoaufschläge noch mit Luft nach unten

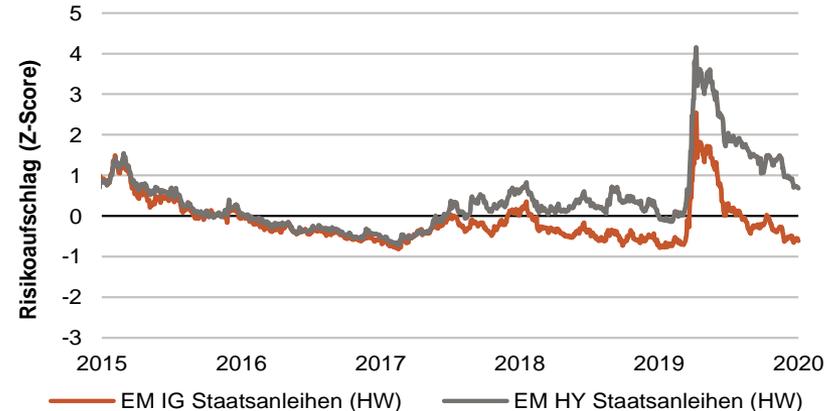


Quelle: Bloomberg, ICE; Darstellung: Z-Score von Unternehmensanleihen, gleitender 5J-Durchschnitt Zeitraum: 17.12.2015–17.12.2020

### EM: Lokalwährungsanleihen mit Aufholpotenzial

- Im Rahmen unserer positiven Wachstumserwartung rechnen mit einem graduellen Anstieg von US-Staatsanleihe-Renditen sowie günstigeren Rahmenbedingungen für viele Schwellenländer. Daher sehen wir die Risikoaufschläge für Staats- und Unternehmensanleihen weiterhin als attraktiv an.
- Mit Blick auf Bonitäten ist mit einer Outperformance des Hochzinssegments zu rechnen. Ebenso stufen wir das Lokalwährungssegment als lohnenswert ein. Sie sollten von einer Intensivierung der internationalen Handelsaktivitäten und der US-Dollar-Schwäche profitieren.

### Schwellenländer: Hochzinspapiere deutlich attraktiver



Quelle: Bloomberg, Z-Score, gleitender 15-Jahre-Durchschnitt, HW = Hartwährung Zeitraum: 16.12.2015–16.12.2020

# 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 kurz gehalten werden - Zinsänderungsrisiken werden nicht ausreichend vergütet.



#### Unternehmensanleihen Übergewichten

- Die lockere Geldpolitik und die geringen Renditen bei Staatsanleihen lassen uns Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen präferieren. Wir erwarten eine Aufholbewegung in zyklischen Sektoren, beispielsweise bei Automobilen oder Investitionsgütern.
- 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-Lokalwährungsanleihen und präferieren dort Staatspapiere.



#### 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

	14.12.2020	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	0,25
10J US-Rendite	0,89	1,25	1,06	1,40	1,23
<b>Eurozone</b>					
Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10J Bund-Rendite	-0,62	-0,20	-0,40	0,00	-0,33
<b>Großbritannien</b>					
Leitzins	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
10J Gilts-Rendite	0,22	0,60	0,34	0,70	0,49

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 14.12.2020

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



**05**

Rohstoffe



# Rohöl

## Normalisierung des Ölmarktes schreitet voran

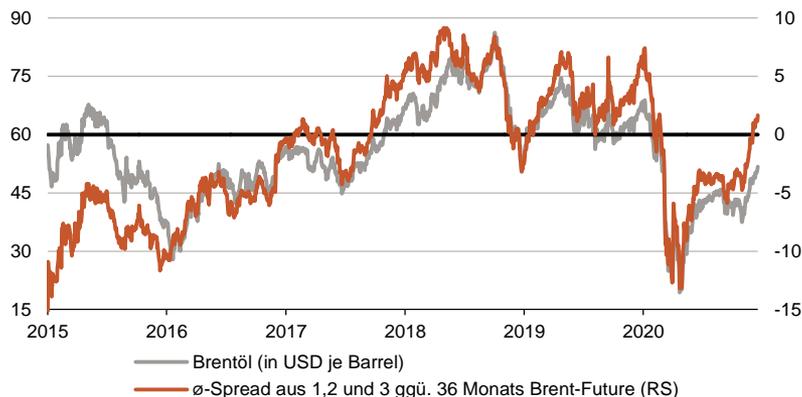


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Angebotsdisziplin der OPEC+ gibt dem Ölmarkt Rückenwind

- Trotz stark gestiegener Infektionszahlen und erneuter Teil-Lockdowns konnte Rohöl dank der positiven Impfstoff-News im vergangenen Quartal kräftig zulegen. Kurzfristig erscheint das Potenzial nun begrenzt. Denn vorerst dürfte die Corona-Situation über die Wintermonate angespannt und das physische Nachfragewachstum damit verhalten bleiben.
- Später dürften neben der Konjunkturerholung vor allem die breite Verfügbarkeit eines Impfstoffes und die damit verbundene Erholung noch stark gebeutelter, ölabhängiger Branchen wie des Tourismus die Nachfrage weiter ankurbeln. Die OPEC+ begrenzt mit ihrer Förderpolitik indessen das Abwärtsrisiko. Mit der Anfang Dezember vereinbarten Strategie nun monatlich über weitere Produktionserhöhungen zu entscheiden dürfte das Risiko eines plötzlichen Angebotsüberschusses gesunken sein.
- Gleichzeitig bremsen die hohen Kapazitätsreserven der Mitgliedstaaten und die noch erhöhten Lagerbestände aber auch das Aufwärtspotenzial, sodass wir im kommenden Jahr einen moderaten Preisanstieg erwarten.
- Produktionsausweitungen seitens des Irans, sollten die USA ihre Sanktionen lockern, stellen ein großes Risiko für 2021 dar.

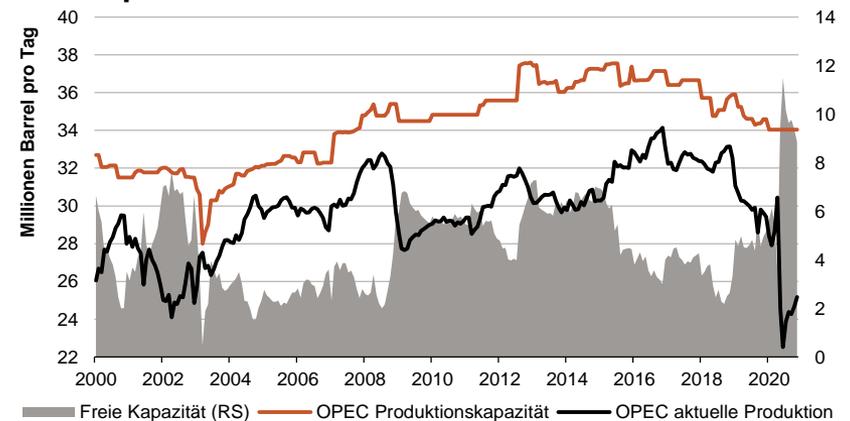
### Backwardation der Terminkurve signalisiert knappes Angebot



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2015 – 16.12.2020

### Freie Kapazitäten der OPEC-Staaten nahe Allzeithoch



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2000 – 30.11.2020

# Edel- und Industriemetalle

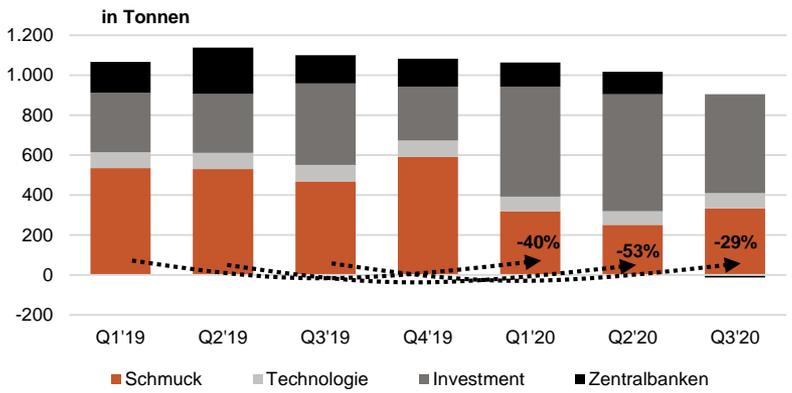
## Industriemetalle kurzfristig heiß gelaufen



### Gold bleibt gut unterstützt

- Seit Jahresbeginn bleibt Gold trotz der Impfstoff-Erfolge eine der besten Anlagen. Jenseits der Abnahme der Unsicherheit stehen die Zeichen weiterhin auf Grün.
- Zum einen dürften der schwächere US-Dollar und die Konjunkturerholung vor allem in Schwellenländern die Schmucknachfrage – normalerweise Nachfrager Nummer 1, dieses Jahr jedoch um bis zu 50% eingebrochen – wieder deutlich ankurbeln. Zum anderen bleibt die relative Attraktivität von Gold gegenüber Staatsanleihen hoch. Denn steigende Inflationserwartungen bei verankerten Zentralbankzinsen und massiven Anleihekaufprogrammen sollten die Realzinsen länger negativ halten.

### Schmuckindustrie dürfte Nachfrage ankurbeln

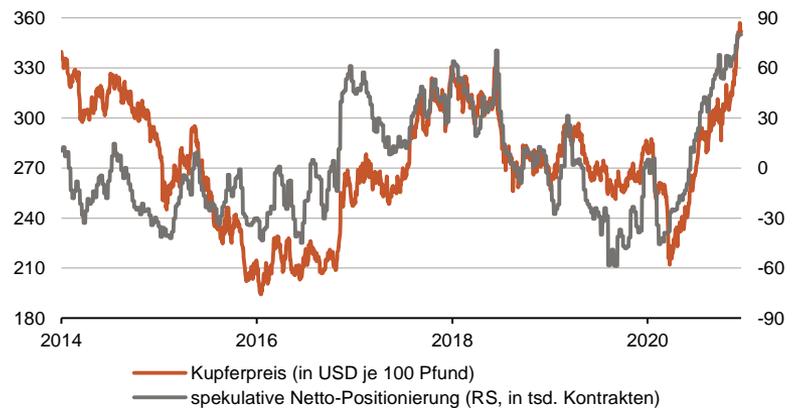


Quelle: World Gold Council, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2019 – 30.09.2020

### Industriemetalle mit strukturellem Aufwind

- Industriemetalle entpuppen sich immer mehr als die großen Gewinner der Corona-Krise. Die zahlreichen Konjunktur- bzw. Infrastrukturprogramme und die mit dem neugewonnenen Fokus auf Nachhaltigkeit verbundenen Investitionen sprechen mittel- bis langfristig für eine starke Nachfrage.
- Kurzfristig ist jedoch Vorsicht geboten, denn der Preisanstieg war nicht zuletzt auch durch spekulative Anleger getrieben. So befindet sich deren Netto-Positionierung für z.B. Kupfer aktuell auf einem neuen Allzeithoch. Die jüngste Rallye ist somit anfällig für Rücksetzer.

### Spekulative Positionierung bei Kupfer auf Allzeithoch



Quelle: Bloomberg, CFTC Zeitraum: 01.01.2014 – 16.12.2020



# 06

## Währungen



# Marktentwicklung

## Währungen

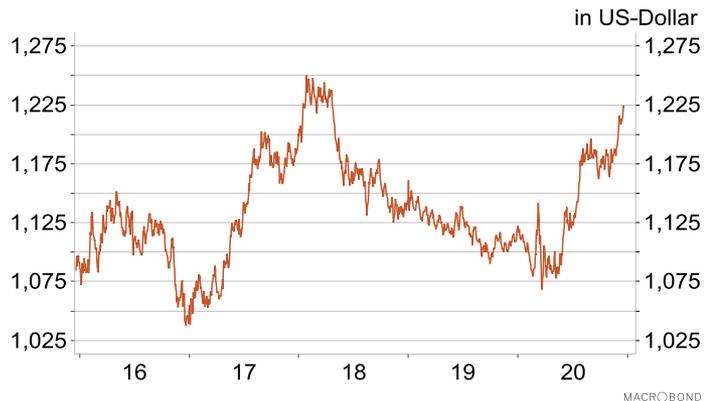


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### EUR/USD: EZB sendet Signal an die Devisenmärkte

- Mit den Hinweisen, dass sie den Wechselkurs beobachtet und dass die Aufwertung des Euro Abwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausübt, sendet die EZB ein Signal an die Devisenmärkte. Da allerdings die US Fed ebenfalls eine außerordentlich aggressive Geldpolitik fährt und der Dollarkurs derzeit eher von Kapitalflüssen aus dem Dollar zurück in Schwellenländer belastet wird, dürfte das Signal der EZB den Dollar-Euro Kurs nicht nachhaltig beeinflussen. Wir erwarten eine weitere Abwertung des US-Dollar auf 1,25 zum Euro im Laufe des Jahres 2021.

### Wechselkurs Euro/US-Dollar



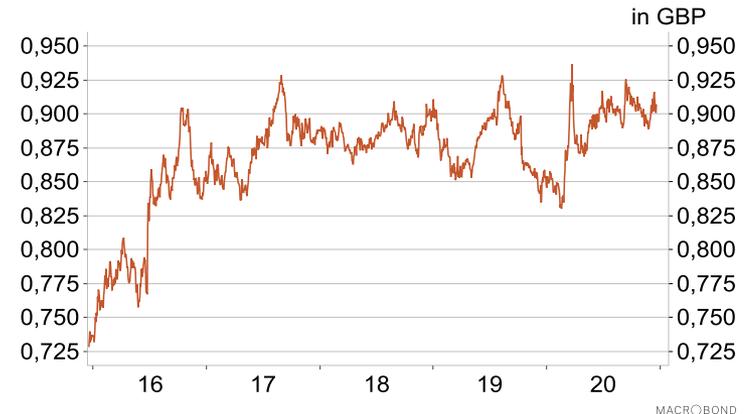
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 31.12.2015 – 18.12.2020

### EUR/GBP: Deal oder No-Deal?

- Die Chancen auf einen wie auch immer gearteten Brexit-Deal lagen grundsätzlich nicht schlecht. Nachdem weitere Gespräche auf Spitzenebene allerdings zu keinem Ergebnis führten, haben sich die Aussichten auf einen Deal eingetrübt. Zwar werden die Verhandlungen fortgeführt, doch die geringeren Erfolgsaussichten auf einen Deal in letzter Minute spiegeln sich auch im Pfund wider.
- Zusätzliche Unsicherheit bringt die Mutation des Coronavirus in Südenland. Die Währung verliert an Boden und notiert um die 0,92 Pfund je Euro.

### Wechselkurs Euro/Britisches Pfund



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 31.12.2015 – 18.12.2020

# Prognosen

## Einschätzungen der wichtigsten Währungen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wechselkursprognosen	14.12.2020	30.06.2021		31.12.2021	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,21	1,22	1,22	1,25	1,24
EUR/GBP	0,91	0,86	0,90	0,85	0,90
EUR/CHF	1,08	1,10	1,09	1,11	1,11
EUR/JPY	126	127	125	130	128
<b>Veränderung zum Euro (in %)</b>					
USD	-	-0,5	-0,5	-2,8	-2,1
GBP	-	5,9	1,2	7,2	1,2
CHF	-	-1,9	-1,2	-3,0	-3,0
JPY	-	-0,5	1,1	-2,8	-0,9

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 14.12.2020

\*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)