



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

März | 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: 25. Februar 2021



# Inhaltsverzeichnis

<b>01</b>	<b>Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt</b> Aktien im moderaten Übergewicht. Zyklischere Ausrichtung etwas reduziert	4
<b>02</b>	<b>Volkswirtschaft</b> Infektionsgeschehen belastet den kurzfristigen Ausblick. Konjunkturindikatoren dennoch positiv	9
<b>03</b>	<b>Aktien</b> Rotation aufgrund steigender Anleiherenditen	14
<b>04</b>	<b>Anleihen</b> Zinsen steigen während die Risikoaufschläge stabil bleiben	20
<b>05</b>	<b>Rohstoffe</b> Konjunktureller Aufschwung lastet auf Gold und treibt die Nachfrage nach Rohöl und Industriemetallen	25
<b>06</b>	<b>Währungen</b> Euro/US-Dollar steigt wieder über 1,21. Das Pfund profitiert nun auch vom zügigen Impf-Fortschritt	28

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

# 01

## Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt



# Kapitalmarkt kompakt

## Rückblick



### 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 (26.01.21 - 23.02.21)	■ YTD (31.12.20 - 23.02.21)	23.02.20	23.02.19	23.02.18	23.02.17	23.02.16
Brent	16,5	25,9	-14,8	2,1	13,1	1,6	50,5
Aktien Japan	3,5	6,7	12,5	10,3	-2,3	4,9	27,9
Euro Stoxx 50	2,8	4,1	-1,0	19,4	-2,3	5,8	18,9
S&P 500	1,1	4,2	5,8	27,4	12,5	1,8	31,1
Aktien Emerging Markets	0,9	9,1	17,8	9,7	-3,3	12,2	36,5
USD/EUR-Wechselkurs	0,1	0,5	-10,7	4,5	8,5	-13,9	4,1
Eonia	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
DAX	0,0	1,1	2,1	18,5	-8,2	4,5	26,9
EM-Staatsanleihen (hart)	-0,3	-0,9	3,8	11,5	2,3	4,6	11,5
EUR Unternehmensanleihen	-0,6	-0,6	0,8	5,8	0,9	1,5	4,6
EUR Staatsanleihen	-0,6	-0,8	0,1	3,8	1,4	0,6	0,0
Gold	-2,4	-4,4	-1,9	29,2	8,5	-8,5	6,1

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

Zeitraum: 23.02.2016 – 23.02.2021

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

# Kapitalmarkt kompakt

## Ausblick nach Anlageklassen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Volkswirtschaft



- Der Wiederaufschwung wird durch zweite Infektionswelle unterbrochen. Geringerer Rückschlag als im Frühjahr 2020.
- Die Regierungen und Notenbanken unterstützen weiter mit allen Mitteln das konjunkturelle Comeback.
- Die geld- und fiskalpolitische Unterstützung und die Impfstoffe sprechen für einen kräftigen Aufschwung ab dem Frühjahr.

### Aktien



- Die Aktienmärkte haben volatil zugelegt. Unter der Oberfläche geht die Rotation in Zyklischer/Value-Titel weiter.
- Analysten haben die Gewinnschätzungen über fast alle Regionen hinweg angehoben, Bewertungen sind folglich gesunken.
- Eine optimistische Anlegerstimmung sowie eine Risiko-Positionierung vieler Marktteilnehmer mahnen etwas zur Vorsicht.

### Anleihen



- Steigende Realzinsen und Inflationserwartungen lassen die Nominalzinsen steigen. Dieser Trend dürfte vorerst anhalten.
- Unternehmensanleihen verzeichnen trotz Risk-Off-Umfeld stabile bis leicht sinkende Risikoaufschläge. Potenzial begrenzt.
- Wir gewichten Anleihen unter und fokussieren uns auf Kreditrisiken sowie Themen abseits der Benchmark. Duration: kurz.

### Alternative Investments / Rohstoffe



- Gold ist aktuell nicht gefragt. Der Preis fiel temporär unter 1.800 USD je Unze. Mittelfristig bleiben wir optimistisch.
- Brent-Öl nun über 65 USD je Barrel. Angebotsdefizit dank restriktiver OPEC+ gibt Rückenwind.
- Industriemetalle setzen ihren positiven Preistrend fort. Die steigende Nachfrage aufgrund der Konjunkturerholung stützt.

### Währungen



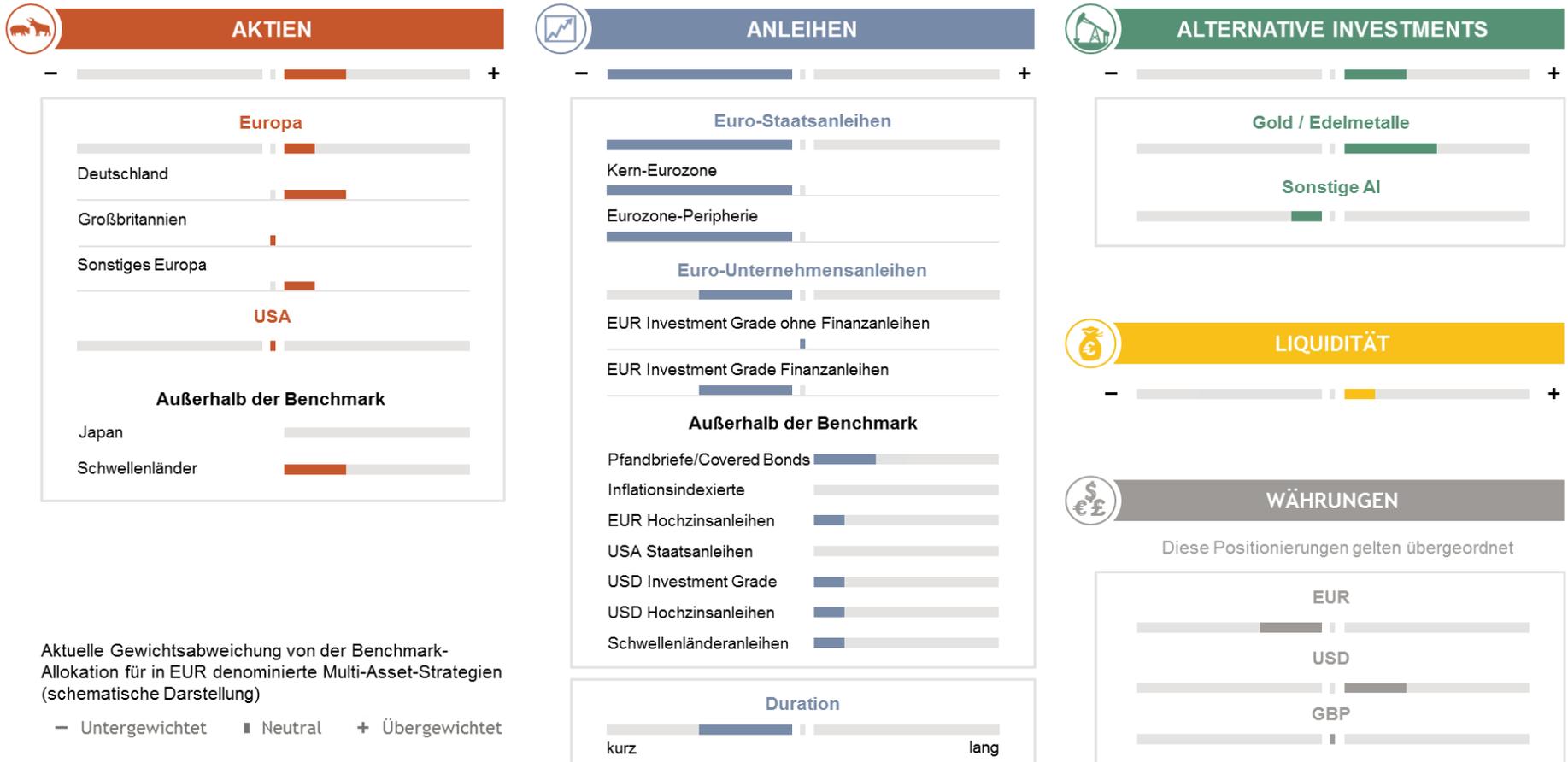
- Euro beendet kleine Schwächephase und legt zum USD moderat zu. US-Konjunkturpaket kann neue Impulse bringen.
- Das Britische Pfund profitiert erwartungsgemäß vom Brexit-Deal und jetzt auch von den raschen Fortschritten beim Impfen.
- Der Schweizer Franken bleibt hoch bewertet. Dennoch kann der Euro zum Franken aktuell mehr als einen Cent zulegen.

# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen



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



Quelle: Berenberg

Darstellung per 24.02.2021

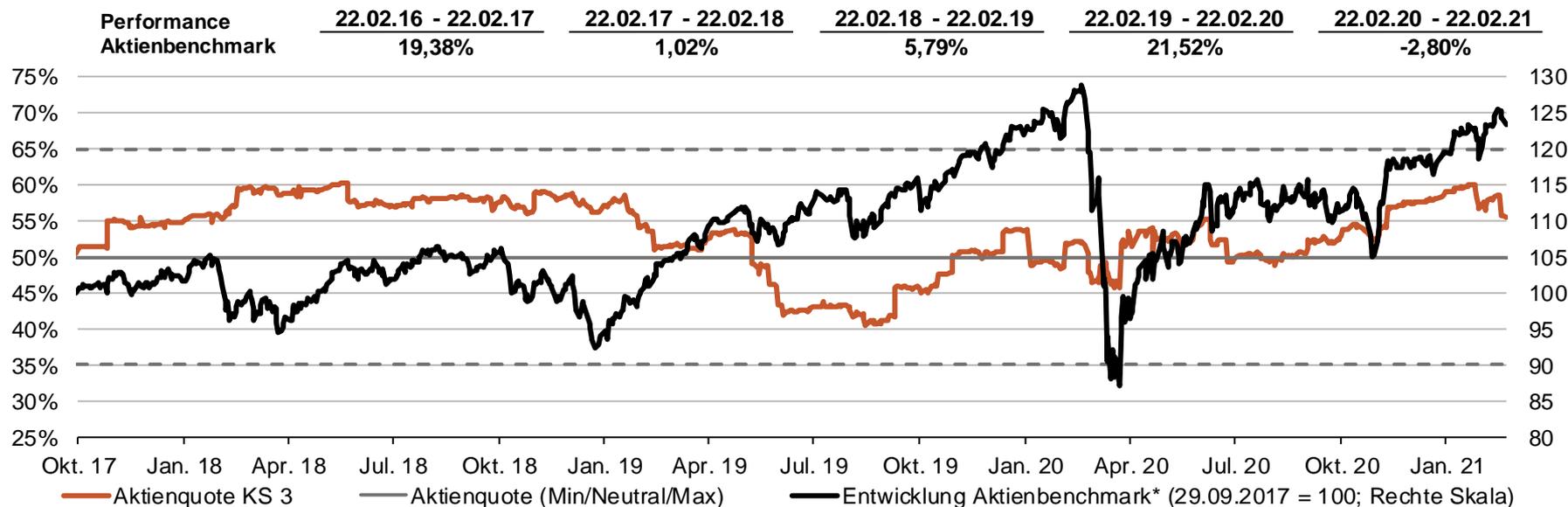
# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Rückblick für die Kernstrategie 3



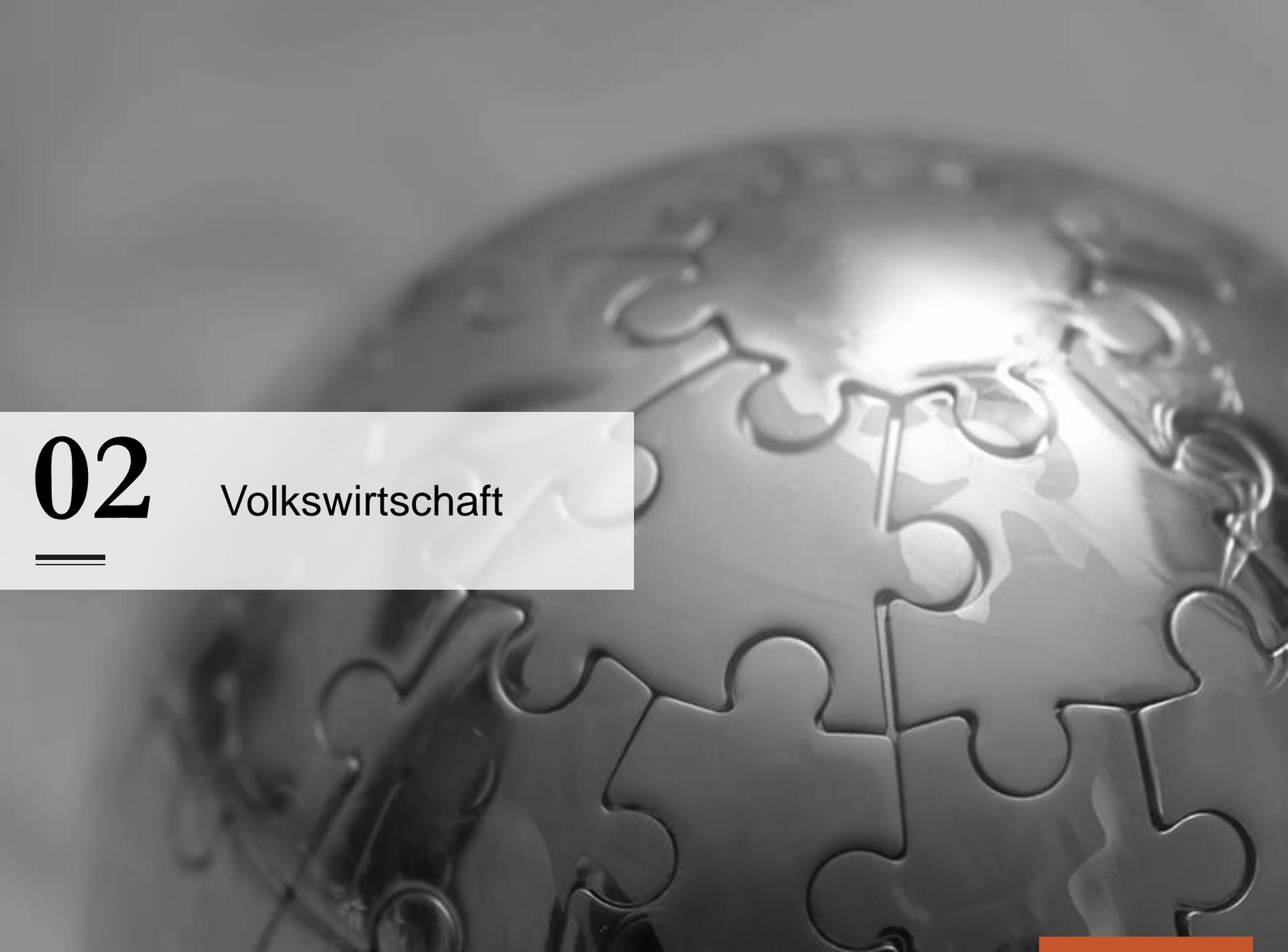
**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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



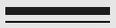
Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg \*„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 22.02.2016 – 22.02.2021  
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Seit September hatten wir unsere Aktienquote nach dem zähen Sommer sukzessive hochgefahren, um von der weiteren Konjunkturerholung und den Impfstoff-Fortschritten zu profitieren, mit weiteren Schritten im November. Im Gegenzug hatten wir sichere Anlagen wie US-Treasuries reduziert. Innerhalb von Aktien hatten wir uns zyklischer positioniert, um an der Rotation hin zu Covid-Verlierern zu partizipieren. Wichtige Bausteine sind Positionen in Small Caps, China sowie die Schließung des Untergewichts in Großbritannien.
- Noch sind nicht alle Investoren wieder im Aktienmarkt voll investiert, sodass die Zuflüsse in Aktien vorerst anhalten dürften. Dennoch sehen wir fundamental nur begrenzt weiteres Aufwärtspotenzial. Der Markt ist zudem anfälliger für weitere Korrekturen, wie wir sie erst jüngst erlebt haben. Es gilt insbesondere die Inflations- und Zinsentwicklung zu beobachten.
- Wir haben unser Aktien-Übergewichtung seit Jahresbeginn auf ein moderates Übergewicht halbiert. Zudem haben wir begonnen unsere zyklische Ausrichtung etwas zu reduzieren, da dort in Teilen bereits sehr viel Konjunkturerholung eingepreist ist.

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.

**02**

Volkswirtschaft



# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

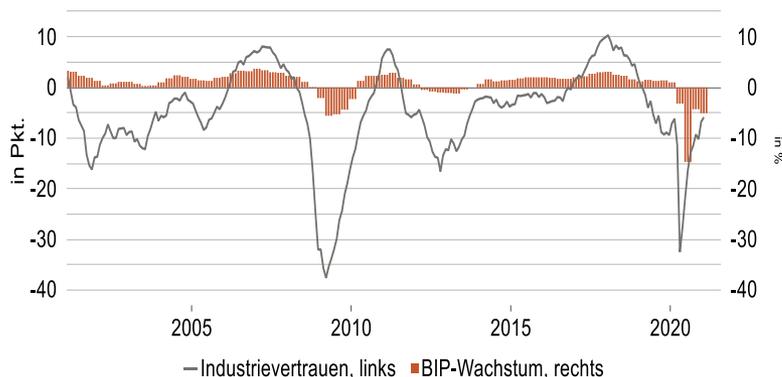


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### BIP-Daten: Mit blauem Auge davon gekommen

- Gemäß der europäischen Statistikbehörde Eurostat ist das BIP der Eurozone im vergangenen Jahr um 6,8 % zurückgegangen. Insbesondere der anziehende Export dürfte dazu beigetragen haben, den Schaden zu begrenzen.
- Im Vergleich zu den USA hat die zweite Welle der Pandemie die Eurozone ungleich schwerer getroffen. Während die USA in Q4 2020 ggü. dem Vorquartal um 1,0 % wachsen konnten, geht das BIP der Eurozone um 0,7 % zurück. Dennoch: Im Vergleich zur ersten Welle ist die Eurozone zum Jahresende mit einem blauen Auge davon gekommen.

### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



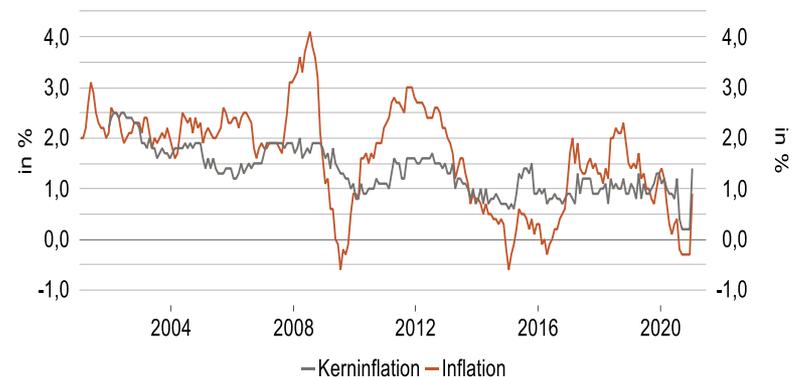
Quellen: Macrobond, Eurostat, EU-Kommission

Zeitraum: 02/2001 – 02/2021

### Größter Inflationssprung seit Beginn der Messung

- Lag die Preissteigerungsrate ggü. dem Vorjahr im Dezember noch bei  $-0,3\%$  liegt sie im Januar 1,2 Prozentpunkte höher bei  $0,9\%$ . Dies ist der größte Sprung zwischen zwei aufeinanderfolgenden Messungen der Inflationsrate seit Beginn der Zeitreihe im April 1999. Die Inflationsrate übertrifft die Erwartungen damit deutlich.
- Grund zu größerer Sorge besteht vorerst allerdings nicht: Der plötzliche Anstieg ist auf Basiseffekte und mehrere Sondereffekte zurückzuführen wie dem Auslaufen der temporären Mehrwertsteuersenkungen in einigen Ländern der Eurozone.

### Eurozone Inflation



Quellen: Macrobond, Eurostat

Zeitraum: 01/2001 – 01/2021

# Großbritannien

## Konjunktur- und Preisentwicklung



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Großbritannien prescht vor

- Seit Ausbruch der Pandemie im Frühjahr 2020 hat sich die Welt flächendeckende Impfkampagnen herbeigesehnt, um das Ruder wieder herumreißen zu können. Großbritannien war und ist eine der am schwersten betroffenen Industrienationen, erzielt beim Impfprozess nun aber erstaunliche Erfolge.
- Angesichts des derzeitigen Impftempos zeichnen sich Lockerungsschritte ab, da mit voraussichtlichem Abschluss der Impfung der Risikogruppen wirtschaftliche Interessen politisch wieder mehr in den Vordergrund rücken dürften.

### Großbritannien BIP-Wachstum (YoY)



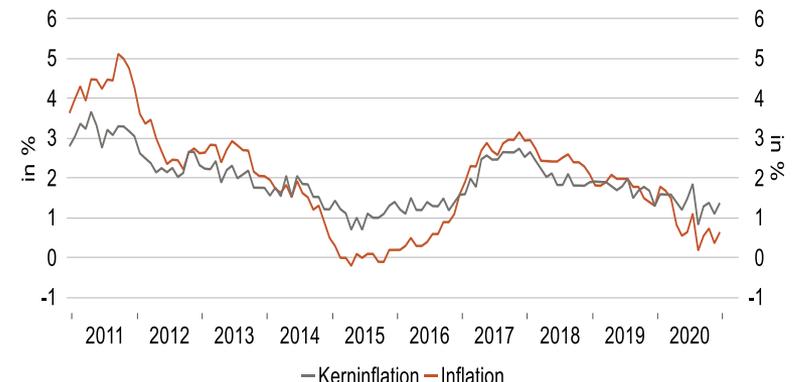
Quelle: UK Office for National Statistics

Zeitraum: 12/2000 – 12/2020

### BIP-Zahlen im vierten Quartal besser als erwartet

- Das BIP hat sich in Q4 besser als erwartet entwickelt: trotz des Lockdowns stieg es um 1,0 %. Damit ist das BIP 2020 um 9,9 % geschrumpft. Der Arbeitsmarkt hat sich in diesem Umfeld – dank der staatlichen Maßnahmen – erstaunlich robust gezeigt.
- Der moderate Preisauftrieb geht weiter: Im Januar stieg die Inflationsrate gegenüber dem Vorjahresmonat auf 0,7 % (Dezember 2020: +0,6 %).
- Für das Gesamtjahr 2021 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 6,1 % (nach -9,9 % im Jahr 2020) und eine Inflationsrate von 1,3 %.

### Großbritannien Inflation



Quelle: UK Office for National Statistics

Zeitraum: 12/2010 – 12/2020

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

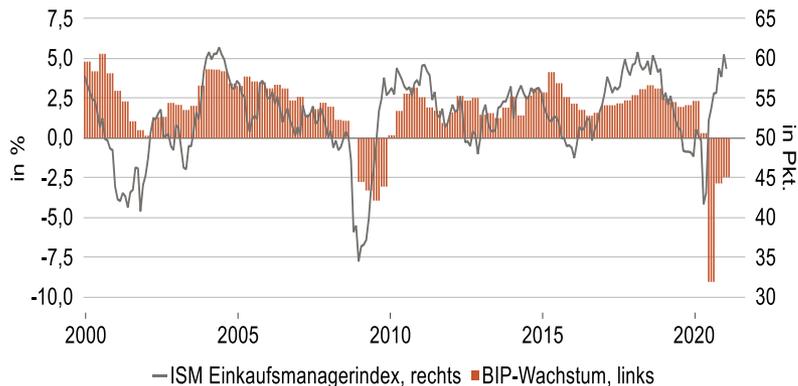


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Wird die Fiskalpolitik zu expansiv?

- Die Konjunkturdaten stützen die Aussichten auf einen starken Wiederaufschwung. Wir erwarten für 2021 einen BIP-Zuwachs in Höhe von 6,5 % (2020: -3,5 %).
- Die Aussicht auf weitere Konjunkturprogramme steht noch immer im Fokus. Dabei fällt auf, dass selbst einige Ökonomen (Larry Summers, Olivier Blanchard), die sonst immer für staatliche Nachfrageimpulse zu haben sind, die Gefahr sehen, die Finanzpolitik könne zu viel des Guten tun. Bei Haushaltsdefiziten von 15 % und mehr, die zudem noch zu einem guten Teil von der Notenbank Fed finanziert werden, sind solche Bedenken sehr verständlich.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



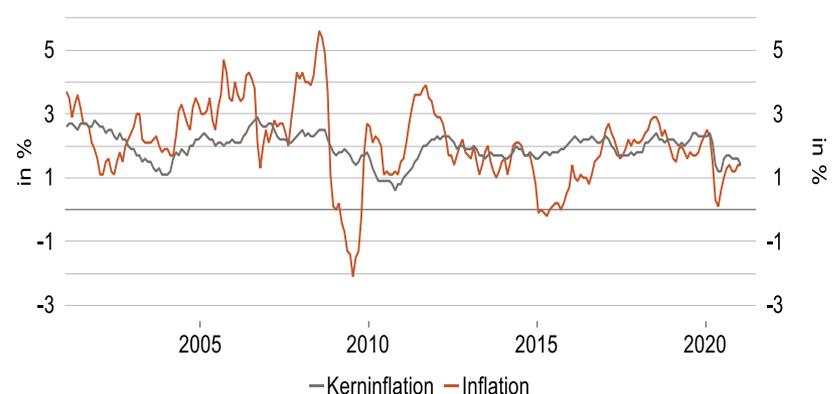
Quellen: Macrobond, BEA, ISM

Zeitraum: 01/2000 – 01/2021

### Inflation legt im Januar etwas zu

- Die Inflationsrate ist im Januar im Vorjahresvergleich auf 1,4 % gestiegen (Dezember: 1,3 %). Der Anstieg der Inflation in den letzten Monaten kann zu einem guten Teil mit dem Wiederaufschwung und den anziehenden Energiepreisen erklärt werden.
- Die Preise dürften weiter steigen. Für einige Monate kann die Inflationsrate aufgrund von Basiseffekten sogar über 3 % steigen. Der Preisanstieg wird aber nicht ausreichen, um die Fed von ihrer extrem expansiven geldpolitischen Linie abzubringen. Für das Gesamtjahr 2021 erwarten wir eine Inflationsrate von 2,4 %.

### USA Inflation



Quellen: Macrobond, BLS

Zeitraum: 01/2001 – 01/2021

# Prognosen

## Wichtigste Einschätzungen im Überblick

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2020		2021		2022		2020		2021		2022	
	 Ø**	Ø**	 Ø**	Ø**	 Ø**	Ø**	 Ø**	Ø**	 Ø**	Ø**	 Ø**	Ø**
USA	-3,5	-3,5	6,5	4,9	4,5	3,6	1,2	1,3	2,4	2,2	2,6	2,1
Eurozone	-6,8	-7,0	4,1	4,2	4,4	4,1	0,3	0,3	1,3	1,1	1,4	1,2
Deutschland	-5,3	-5,3	3,6	3,4	3,9	3,9	0,4	0,4	1,7	1,6	1,2	1,4
Frankreich	-8,3	-8,5	6,2	5,8	4,1	4,0	0,5	0,5	1,3	1,0	1,4	1,0
Italien	-8,9	-8,9	4,3	4,7	3,6	4,0	-0,1	-0,1	1,1	0,8	1,4	0,9
Spanien	-11,0	-11,4	6,2	5,8	5,7	5,6	-0,3	-0,3	1,2	0,8	1,3	1,1
Großbritannien	-9,9	-10,2	6,1	4,6	5,6	5,5	0,9	0,9	1,3	1,5	2,0	1,9
Japan	-4,9	-5,2	5,0	2,7	2,0	2,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,6	0,5
China	2,0	2,3	10,0	8,4	4,8	5,5	2,5	2,5	1,5	1,6	2,2	2,3
Welt*	-3,2	-3,8	4,6	5,4	3,2	4,1	-	2,2	-	2,8	-	2,9

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 22.02.2021

\* 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

## Volatiler Aktienmarktanstieg ging im Februar weiter

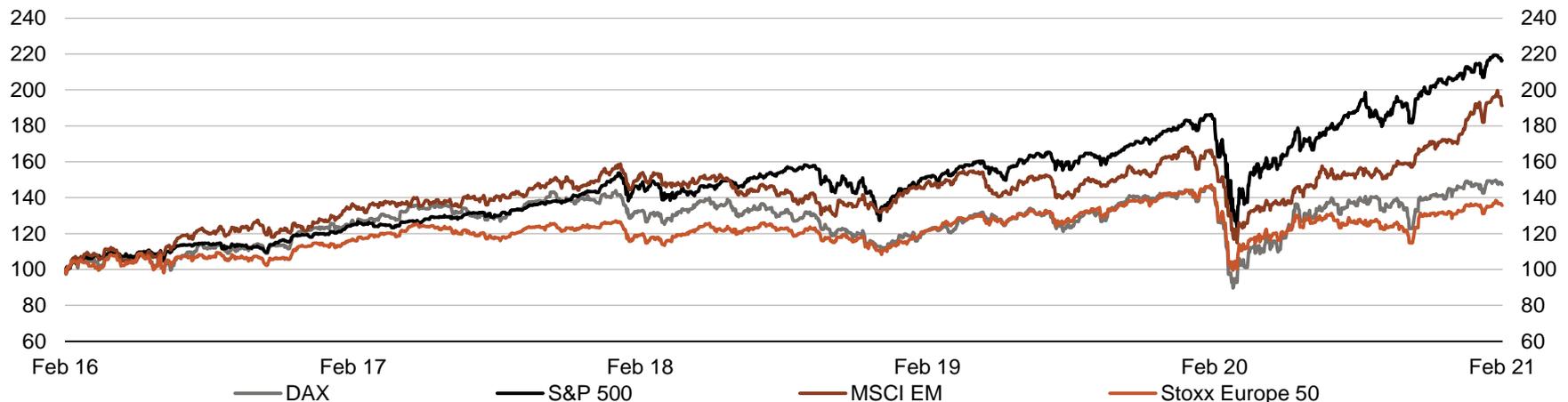


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Steigende Anleiherenditen sorgten für Unsicherheit und eine Rotation

- Von der Volatilitätsspitze Ende Januar haben sich die Aktienmärkte in der Breite zügig erholt. Konjunkturoptimismus, höher als erwartete Q4-Unternehmensgewinne, positive Revisionen der Gewinnerwartungen und hohe Kassenbestände unterstützten. Ende Februar belasteten jedoch steigende Anleiherenditen die Risikostimmung der Anleger. Unter der Oberfläche kam es zu einer stärkeren Rotation – raus aus defensiven sowie teuren Wachstumstiteln, rein in Zykliker.
- Wir bleiben mittelfristig weiterhin konstruktiv für Aktien, sehen aber zwei Gefahren. Sollten die Corona-Viren mutieren und die Impfstoffe nicht mehr wirken, dürfte sich der Konjunkturoptimismus in Luft auflösen. Das ist jedoch nicht unser Basisszenario. Für wahrscheinlicher erachten wir es, dass die langlaufenden Anleiherenditen insbesondere aufgrund von anziehenden Inflationserwartungen weiter steigen. Passiert dies schnell und stark, dürfte auch der Aktienmarkt zumindest temporär unter Druck geraten. Besonders problematisch für die Märkte wären steigende Realrenditen. Dies und das Verhalten der amerikanischen Zentralbank gilt es zu beobachten.

### Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung skaliert auf 100

Zeitraum: 23.02.2016–23.02.2021

# Unternehmensgewinne

## Positive Revisionen halten an, Konsensus optimistisch für `21

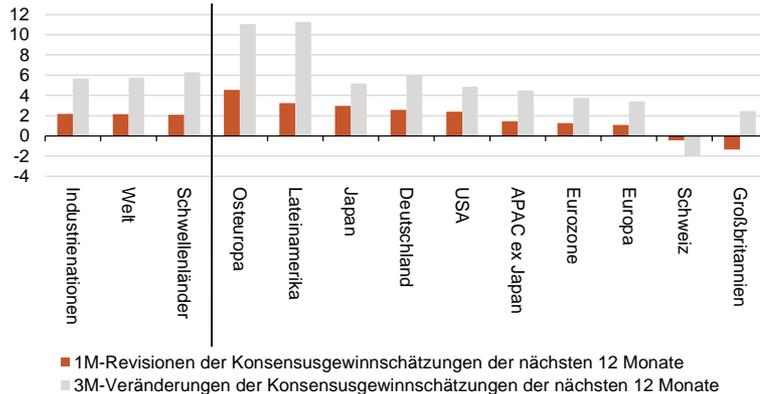


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Positive Revisionen über fast alle Regionen hinweg

- Die Analysten revidieren die Gewinnschätzungen weiterhin fleißig über fast alle Regionen hinweg nach oben. Nur für Großbritannien und die Schweiz gab es über den letzten Monat negative Gewinnrevisionen.
- Die Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate wurden für Osteuropa um knapp 5% Prozent über den letzten Monat nach oben angepasst – dank eines steigenden Ölpreises.

### Osteuropa mit stärksten Gewinnrevisionen



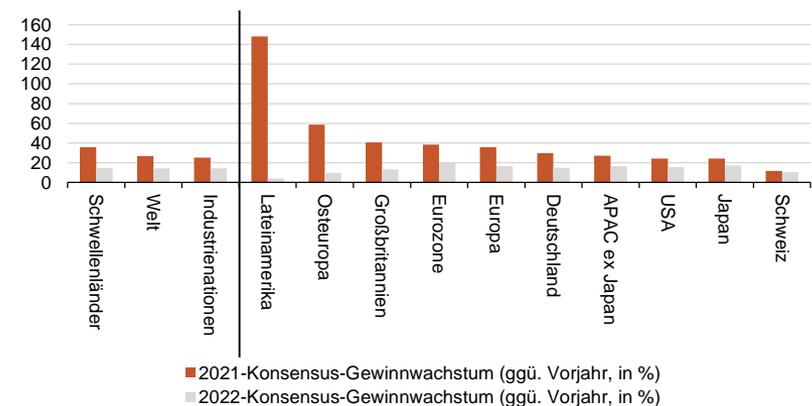
Quelle: Factset

Stand: 23.02.2021

### Analysten optimistisch für 2021 und 2022

- Für Lateinamerika wird nun ein Gewinnwachstum von ca. 150% für 2021 erwartet. Osteuropa folgt mit großem Abstand mit einem geschätzten 2021er-Gewinnwachstum von ca. 60%.
- Für Großbritannien erwartet der Konsensus immerhin auch noch ein Gewinnwachstum von 40% im Vergleich zum Vorjahr.

### Positive Gewinnwachstumsraten für 2021 und 2022



Quelle: Factset

Stand: 23.02.2021

# Bewertung & Sentiment

## Bewertungen gesunken, Privatanleger optimistisch

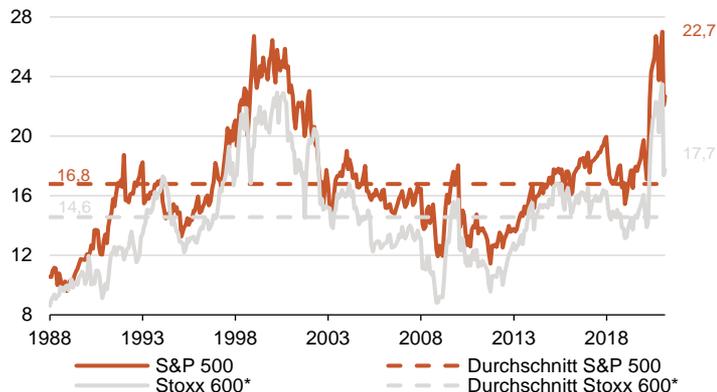


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Bewertungen wie erwartet zurückgegangen

- Dank der positiven Gewinnrevisionen sind die KGV-Bewertungen für den S&P 500 und Stoxx 600 jüngst deutlich gesunken.
- Der Stoxx 600 handelt momentan auf einem KGV von 17,7, was jedoch immer noch deutlich höher ist als der langfristige Durchschnitt von 14,6.

### Bewertungen zuletzt deutlich gesunken

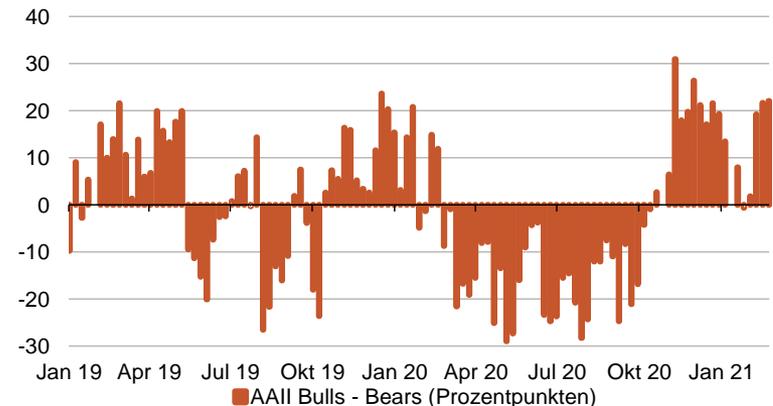


\*Für den Stoxx 600 wurde die Historie vor 2000 vom MSCI Europa übernommen.  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 30.12.1987 – 23.02.2021

### Optimistische Anlegerstimmung ist ein Warnsignal

- Nachdem die Stimmung der US-Privatanleger in den Ende Januar eher verhalten war, herrscht nun wieder ausgeprägter Optimismus
- Die Bullen überwiegen die Bären aktuell mit ca. 22Pp und sind damit deutlich zahlreicher als im historischen Vergleich.
- Für den Aktienmarkt ist es tendenziell negativ, wenn es einen hohen Anteil an Bullen und einen geringen Anteil an Bären gibt.

### US-Privatanlegerstimmung optimistisch



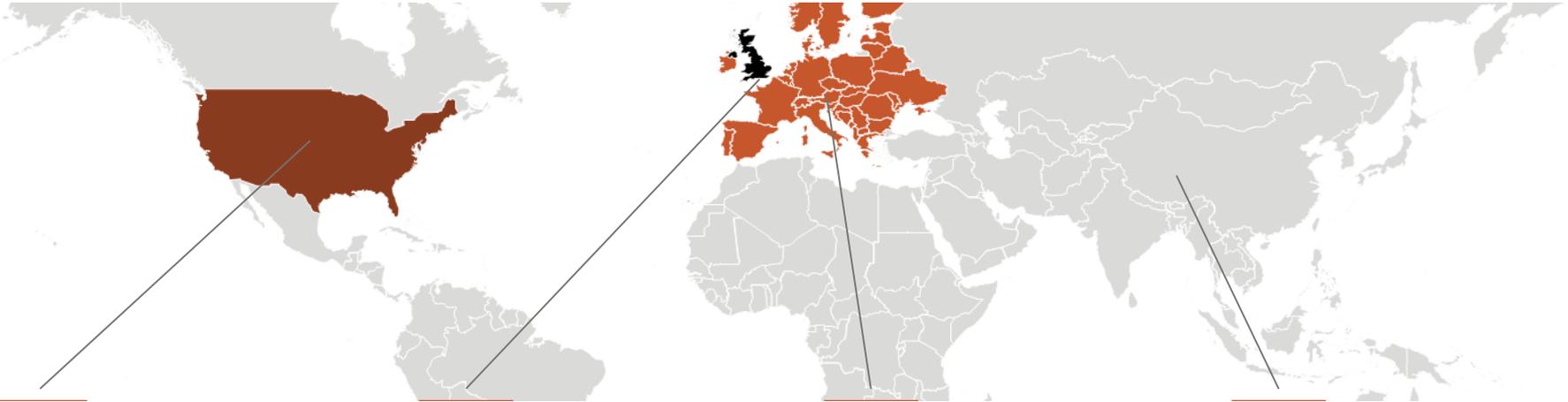
Quelle: Bloomberg, AAll, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2019 – 24.02.2021

# Aktien Allokation

## Schwellenländer und Europa ex UK übergewichtet


**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590



### USA

#### Untergewichten

- Wir haben Gewinne bei US Small Caps nach der massiven Rallye vollständig realisiert.
- Sollten die Anleiherenditen aufgrund der vom Konsensus erwarteten kräftigen Konjunkturerholung stärker steigen, dürften insbesondere die hochbewerteten US-Aktien sich unterdurchschnittlich entwickeln.

### Großbritannien

#### Neutral

- Positive Gewinnrevisionen, eine schnelle Impfstoffverfügbarkeit und eine deutliche Konjunkturbelebung, relativ günstige Bewertungen im regionalen Kontext sowie ein massives Untergewicht des Investment-Konsensus sprechen dafür, dass man alleine aus Risikomanagementgesichtspunkten sich kein Untergewicht mehr leisten sollte.

### Europa ex. UK

#### Übergewichten

- Eine synchrone weltweite Konjunkturerholung nach der Corona-Rezession im letzten 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*
	23.02.2021	30.06.2021	31.12.2021	in 12 Monaten
S&P 500	3.881	3.800	3.950	4.330
DAX	13.865	14.000	14.600	16.172
Euro Stoxx 50	3.689	3.700	3.800	4.101
MSCI Großbritannien	1.861	1.950	2.050	2.096
<b>Indexpotenzial (in %)</b>				
S&P 500	-	-2,1	1,8	11,5
DAX	-	1,0	5,3	16,6
Euro Stoxx 50	-	0,3	3,0	11,2
MSCI Großbritannien	-	4,8	10,2	12,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.02.2021

\*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

# 04

## Anleihen



### U.S. Treasuries

3-Month  
6-Month  
12-Month  
2-Year  
3-Year  
5-Year  
7-Year  
10 Year

0.000  
0.000  
0.000  
1.000  
1.375  
2.375  
3.125  
3.375  
4.375

### Maturity Date

02/18/2010  
05/20/2010  
11/18/2010  
10/31/2011  
11/15/2012  
10/31/2014  
10/31/2016  
11/15/2019  
11/15/2039

### Current Price Yield

0 / .01  
0.13 / .13  
0.26 / .26  
11-16+ / .72  
00-12 / 1.25  
9 1/2 / 2.18  
1/2 / 2.90  
1- / 3.37  
10 / 29

### Time

11/20  
11/20  
11/20  
11/20  
11/20  
11/20  
11/20  
11/20  
11/20

# Staatsanleihen

## Renditen schießen nach oben



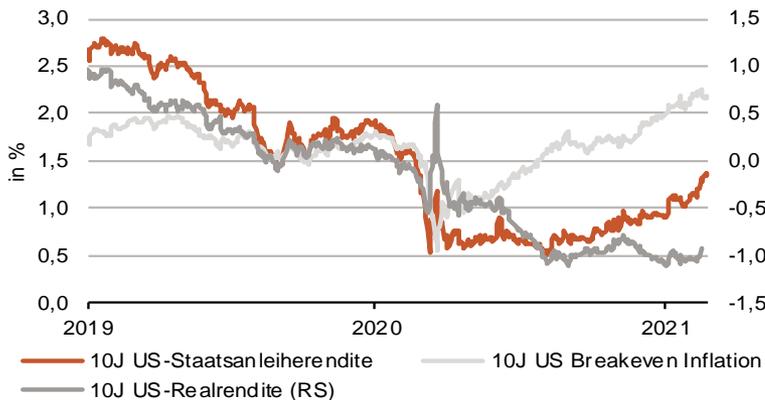
### Reflationssorgen lassen die Renditen deutlich anziehen

- Die Preise in der Eurozone sind im Januar und Februar gegenüber dem Vorjahr deutlich angestiegen – auch aufgrund von Sondereffekten. Aber auch in den USA steigen die Preise weiter. Dies und die lockere Fiskal- sowie Geldpolitik hat die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer und somit die Nominalzinsen deutlich nach oben getrieben. Neben den Inflationserwartungen beginnen jedoch auch die Realzinsen zu steigen.
- Die Rendite auf 10-jährige US-Staatsanleihen sind somit jüngst über die Marke von 1,4% gesprungen.

### Zinsen steigen insbesondere am langen Ende

- Die weiterhin lockere Zentralbankpolitik in den USA und in der Eurozone hält die Zinsen am kurzen Ende der Renditestrukturkurven auf niedrigem Niveau. Staatsanleihen mit einer längeren Laufzeit sahen hingegen bereits deutlich steigende Renditen, denn aufgrund der möglicherweise weiter steigenden Inflation verlangen die Anleger in der längeren Frist eine Risikokompensation, damit die Realrendite nicht zu negativ ausfällt.

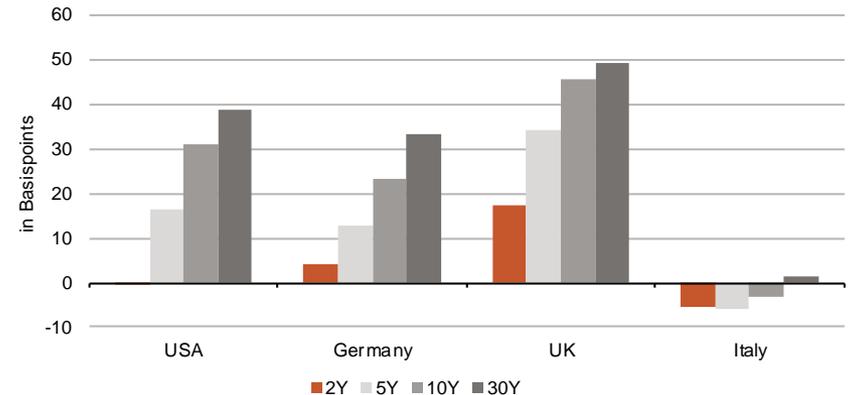
### Renditen getrieben durch Inflationserwartungen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2019–23.02.2021

### Renditedruck am langen Ende



Quelle: Bloomberg; Monatsveränderung der Rendite von 2-, 5-, 10-, 30-jährige Staatsanleiherenditen Zeitraum: 26.01.2021 - 23.02.2021

# Unternehmensanleihen

## Stabile Risikoaufschläge



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

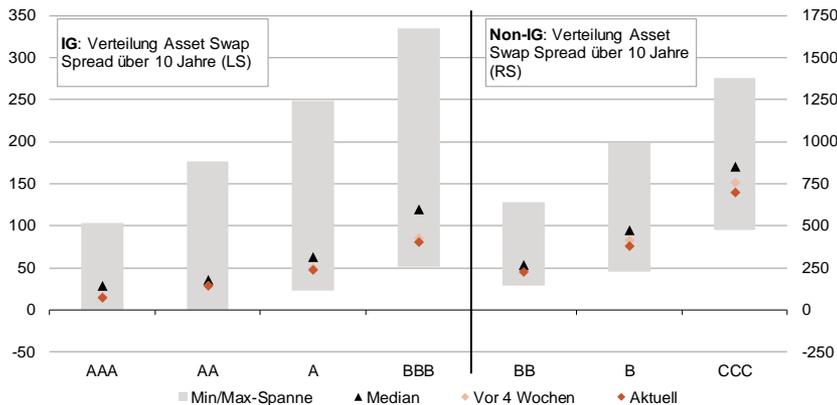
### Risikoaufschläge trotz Risk-Off-Umfeld stabil

- Die Risikoaufschläge auf EUR-Unternehmensanleihen blieben trotz des jüngsten Risk-Off-Umfelds auf den Märkten stabil und haben sich insbesondere bei Hochzinsanleihen in den letzten vier Wochen sogar leicht eingengt.
- Unternehmensanleihen sind weiterhin gefragt, da die globalen Zentralbanken kräftig kaufen und auch jüngst betont haben, dass die Anleihekäufe auch bei einer sich bessernden Konjunktur vorerst anhalten werden.

### Freizeitsektor profitiert von Öffnungsdiskussion

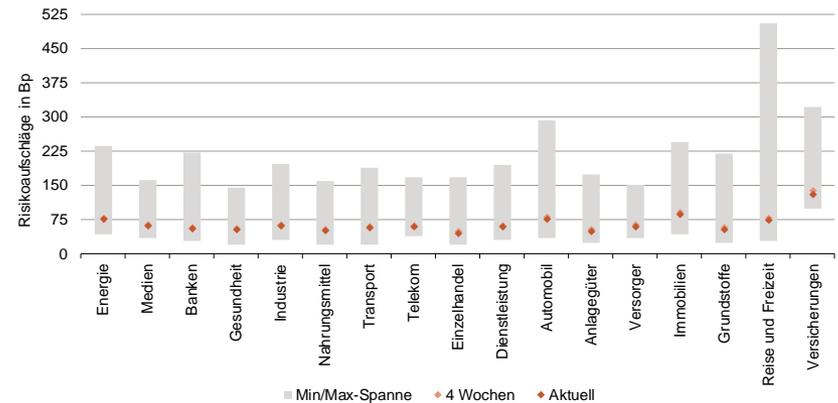
- In den meisten Sektoren haben sich die Risikoaufschläge in den letzten vier Wochen kaum verändert. Eine Ausnahme bildet der Reise- und Freizeitsektor, welcher von den Öffnungsdiskussionen und Impfstofferefolgen in Europa profitiert.
- Eine weitere Ausnahme bildet der Versicherungssektor, welcher zum einen von den steigenden Zinsen, welche gut für das Geschäftsmodell sind, und zum anderen von der Konjunkturerholung profitiert.
- Der Grundstoffsektor konnte von steigenden Rohstoffpreisen und Inflationserwartungen profitieren.

### Hochzinsanleihen mit größter Spreadeinengung



Quelle: Factset, 10J-Verteilung der Risikoaufschläge von EUR-Unternehmensanleihen nach Rating Zeitraum: 23.02.2011–23.02.2021

### Versicherungs- und Freizeitsektor profitieren



Quelle: Factset, Historische 5J-Verteilung der Euro-Sektor-Risikoaufschläge Zeitraum: 23.02.2016–23.02.2021

# 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.
- 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.
- 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

	23.02.2021	30.06.2021		31.12.2021	
<b>Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)</b>	<b>Aktuell</b>		Ø*		Ø*
<b>USA</b>					
Leitzins	0,00-0,25	0,00-0,25	0,25	0,00-0,25	0,30
10J US-Rendite	1,34	1,50	1,26	2,00	1,48
<b>Eurozone</b>					
Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10J Bund-Rendite	-0,32	-0,20	-0,40	0,00	-0,30
<b>Großbritannien</b>					
Leitzins	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
10J Gilts-Rendite	0,72	0,90	0,46	1,10	0,57

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.02.2021

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



**05**

Rohstoffe





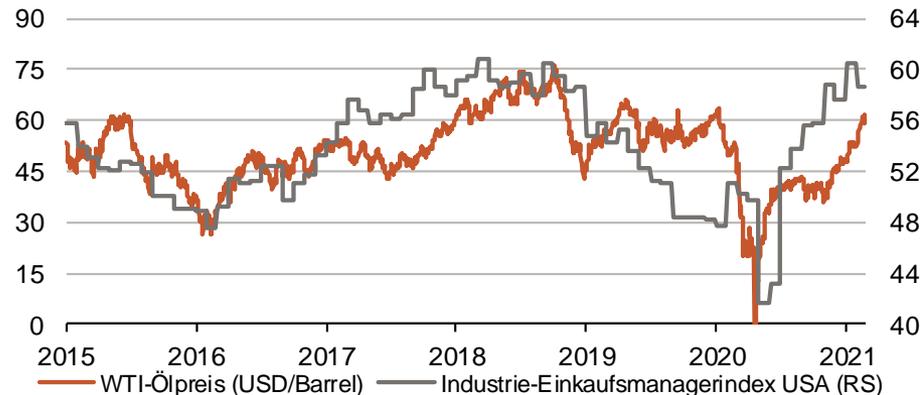
# Rohöl

## Starke Nachfrage durch wirtschaftliche Erholung

### Am Rohölmarkt drohen aufgrund hoher industrieller Nachfrage im Verlaufe des Jahres Angebotsengpässe

- Auf die scharfe wirtschaftliche Covid-Rezession dürfte ein global synchronisierter Konjunkturaufschwung folgen. Als Treibstoff der Weltwirtschaft profitiert Rohöl direkt von anziehender Wirtschaftsaktivität und PMIs mit Werten deutlich über 50.
- Das globale Rohölangebot steigt aktuell weniger dynamisch als die Nachfrage. Dies ist insbesondere der hohen Disziplin der OPEC und OPEC+ bei der Einhaltung der vereinbarten Förderkürzungen geschuldet. Wurden die Kürzungsziele historisch normalerweise nur teilweise eingehalten, werden sie aktuell sogar übererfüllt, was die Angebotsverknappung verschärft. Vor diesem Hintergrund wurden die Lagerbestände in den ersten Monaten des Jahres antizyklisch abgebaut, sodass die positive Saisonalität der zweiten Jahreshälfte auf historisch unterdurchschnittliche Lagerbestände treffen sollte.
- Die Futurekurve spiegelt das verknappte Angebot bereits deutlich wieder. Die Kurve befindet sich aktuell in Backwardation, sodass die Preise für Rohöl zur sofortigen Lieferung die zur zukünftigen Lieferung übersteigen – trotz Lagerkosten. Auch spekulative Investoren setzen bereits auf potentielle Angebotsengpässe und haben ihre Positionierung mittlerweile auf den höchsten Stand seit 2018 ausgebaut. Setzt sich der Konjunkturaufschwung fort, besteht weiteres Potenzial für den Ölpreis.

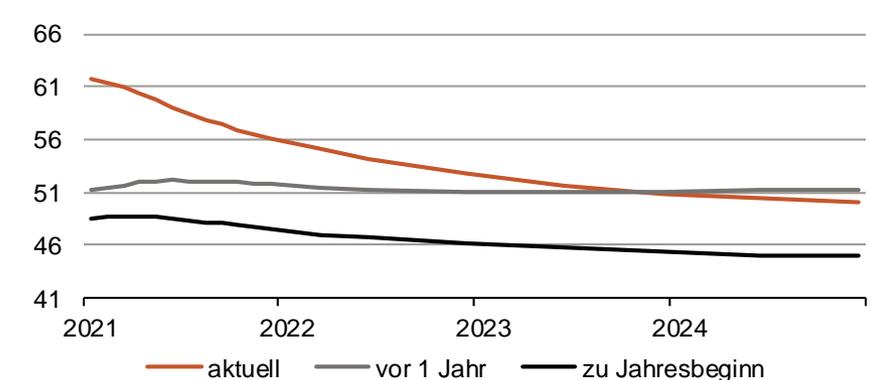
### Die Konjunktur zieht deutlich an, das braucht Treibstoff



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2015 – 23.02.2021

### Angebotsknappheit sorgt bereits für Backwardation



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 23.02.2021 – 22.02.2025

# Edel- und Industriemetalle

## Aufschwung lastet auf Gold und treibt Industriemetalle

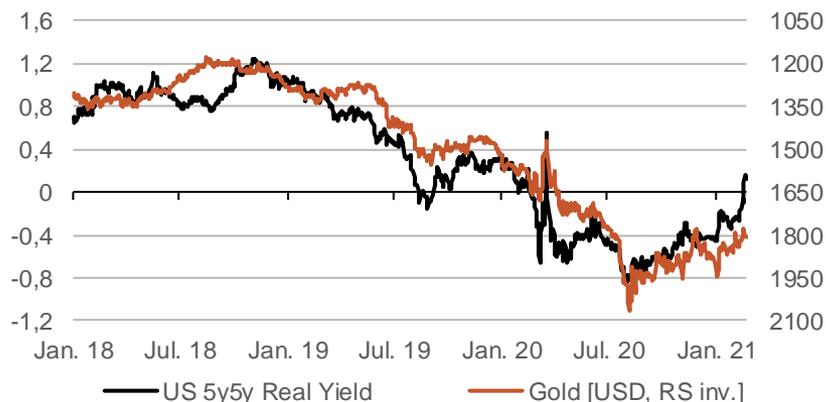


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Gold vom Zinsanstieg belastet

- In den letzten Jahren profitierte Gold gleichzeitig von politischer sowie wirtschaftlicher Unsicherheit und extrem niedrigen Zinsen, was u.a. hohe ETF Zuflüsse auslöste.
- Im Zeichen der wirtschaftlichen Erholung schwächen sich diese Treiber des Goldpreises ab. Die Unsicherheit geht zurück, Gold ETFs verzeichnen Abflüsse und die Zinsen beginnen zu steigen – nominal und real.
- Insbesondere der durch den Konjunkturaufschwung bedingte Realzinsanstieg belastete zuletzt den Goldpreis. Mit steigenden Realzinsen verteuert sich die Goldhaltung, da die Opportunitätskosten der Kapitalbindung steigen.

### Steigende Opportunitätskosten belasten den Goldpreis



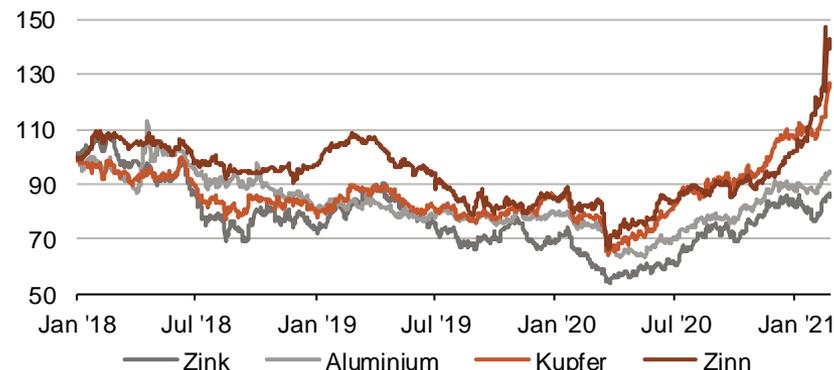
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 23.02.2021

### Industriemetalle mit konjunkturellem Rückenwind

- Der Hochpunkt der Coronakrise im März 2020 stellte zugleich der Tiefpunkt des jahrelangen Abwärtstrends der Industriemetalle dar. Historisch einmalige Stützungsprogramme sorgten daraufhin für eine steile Erholung der Wirtschaft. Der dadurch angestoßene konjunkturelle Aufschwung generiert realwirtschaftliche Nachfrage nach Industriemetallen. Hinzu kommt der strukturelle Rückenwind durch erneuerbare Energien, Elektrifizierung und politische Umweltprogramme.
- Mittlerweise erscheint die Preis-Rallye bereits sehr weit fortgeschritten und kurzfristig könnte eine Konsolidierung bevorstehen. Mittelfristige Trends bleiben jedoch intakt.

### Konjunkturaufschwung treibt Industriemetalle



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 23.02.2021



# Marktentwicklung

## Geld & Währung

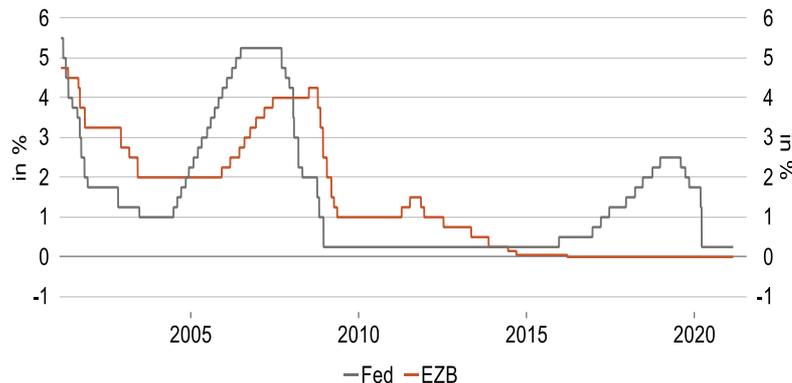


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Zentralbanken zufrieden mit sich selbst

- Wie die EZB und die Fed ist auch die BoE mit ihrer gegenwärtigen geldpolitischen Ausrichtung zufrieden und behält ihren derzeitigen Kurs unverändert bei.
- Alle drei Notenbanken betonen immer wieder, dass sie jederzeit in der Lage wären, auf sich ändernde Rahmenbedingungen zu reagieren. Im Klartext heißt das: Sollten neue Risiken auftreten, werden sie ihre Geldpolitik weiter lockern – hauptsächlich wohl durch neue Anleihekaufprogramme. Ob sie auch in der Lage wären, auf eine stark steigende Inflation zu reagieren, ohne durch eine straffere Geldpolitik Turbulenzen an den Märkten auszulösen, müsste sich erst noch zeigen.

### Leitzinsen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2001 – 02/2021

### Das Pfund legt zu

- Nach einem starken Jahresbeginn machte der Euro/Dollar-Kurs eine Korrektur bis unter 1,20. Inzwischen hat sich der Euro wieder etwas erholt und notiert über 1,21 US-Dollar je Euro. Wir erwarten im Jahresverlauf einen weiteren Anstieg des Euro-Außenwertes.
- Gegenüber dem Pfund geht es noch etwas weiter nach unten. Der Wechselkurs ist auf nur noch gut 0,86 Pfund je Euro gefallen. Der Rückenwind, den das Pfund vom Brexit-Anschlussabkommen, dem vergleichsweise schnellen Impf-Fortschritt und den positiven BIP-Daten für Q4/2020 bekommen hat, hält an.

### Wechselkurs EUR/GBP



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2016 – 02/2021

# Prognosen

## Einschätzungen der wichtigsten Währungen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wechselkursprognosen	23.02.2021	30.06.2021		31.12.2021	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,22	1,25	1,23	1,28	1,24
EUR/GBP	0,86	0,86	0,88	0,85	0,89
EUR/CHF	1,10	1,09	1,09	1,1	1,10
EUR/JPY	128	128	127	129	128
<b>Veränderung zum Euro (in %)</b>					
USD	-	-2,8	-1,2	-5,1	-2,0
GBP	-	0,1	-2,2	1,3	-3,3
CHF	-	0,9	0,9	0,0	0,0
JPY	-	-0,1	0,7	-0,9	0,3

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.02.2021

\*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)