



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

September | 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 ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 27. August 2021



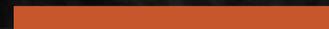
Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktien im leichten Übergewicht. Barbell-Strategie macht sich bezahlt	4
02	Volkswirtschaft Starker Wiederaufschwung verursacht teilweise Angebotsengpässe	9
03	Aktien Westliche Aktienindizes mit Allzeithochs. Unter der Oberfläche bildet sich eine „Risk-Off“ Stimmung aus	14
04	Anleihen Sommer-Rendite-Tief dürfte überwunden sein	20
05	Rohstoffe Gold aktuell fair bewertet. Angebotsknappheit bei Öl dürfte Corona-Sorgen überwiegen	25
06	Währungen Hohe US-Inflation führt wohl zu schnellerer geldpolitischer Wende. Der US-Dollar profitiert	28

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf 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 (28.07.21 - 25.08.21)	■ YTD (31.12.20 - 25.08.21)	25.08.20	25.08.19	25.08.18	25.08.17	25.08.16
			25.08.21	25.08.20	25.08.19	25.08.18	25.08.17
S&P 500	2,8	25,6	33,1	16,3	5,5	22,7	8,9
Euro Stoxx 50	1,9	19,5	27,9	2,0	0,0	2,3	18,1
DAX	1,9	15,6	21,4	12,5	-6,3	1,9	15,6
Aktien Japan	1,3	6,3	18,2	3,6	-0,9	9,8	9,3
Aktien Emerging Markets	1,2	4,2	17,2	10,5	-0,7	1,3	17,2
USD/EUR-Wechselkurs	0,6	3,8	0,5	-5,8	4,3	2,6	-5,3
EM-Staatsanleihen (hart)	0,5	0,4	3,7	5,9	10,3	-1,0	5,0
Eonia	0,0		-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
EUR Staatsanleihen	-0,1		0,8	-0,4	5,5	-0,4	-0,9
EUR Unternehmensanleihen	-0,2	0,4	2,7	-0,7	6,4	0,2	0,6
Gold	-0,3	-2,1	-6,6	18,9	32,1	-4,2	-7,6
Brent	-2,1	51,0	56,5	-28,5	-14,7	58,9	-11,1

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

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

Zeitraum: 25.08.2016 – 25.08.2021

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- Die Konjunktur im Euroraum läuft erwartungsgemäß. Mit gut 2% bleibt die temporär höhere Inflationsrate aber noch moderat.
- Dagegen steht die Inflation in den USA im Rampenlicht. Bei mehr als 5% kann die Notenbank nicht mehr lange untätig sein.
- Die Fed wird ihren Ausstieg aus der Notfallpolitik behutsam umsetzen, um die Konjunktur nicht abzuwürgen.

Aktien



- Westliche Aktienindizes fundamental getrieben mit neuen Allzeithochs. Chinesische Regulierung belastet Schwellenländer.
- Positive Gewinnrevisionen in zyklischen Marktsegmenten infolge der Berichtssaison bewirken keine Outperformance.
- Abnehmendes Konjunkturwachstum rückte den Fokus vermehrt auf defensivere und strukturell wachsende Marktsegmente.

Anleihen



- Das Sommer-Rendite-Tief bei sicheren Staatsanleihen scheint überwunden. Duration sollte kurz gehalten werden.
- Risikoaufschläge bei IG-Anleihen mit wenig Potenzial. Hochzinsanleihen mit stabilen Spreads trotz bestehender Risiken.
- Bei Schwellenländerpapieren favorisieren wir hochverzinsliche Staatsanleihen sowie das Lokalwährungssegment.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Ausbreitung der Delta-Variante bringt Ölpreis zu Fall. Bestehende Angebotsknappheit spricht für wieder steigende Preise.
- Gold nimmt restriktivere Geldpolitik vorweg. Bei steigenden Realzinsen bleibt das Potenzial begrenzt. Bewertung: fair.
- Industriemetalle leiden unter Sorgen vor konjunktureller Abkühlung. Strukturelle, positive Trends bleiben intakt.

Währungen



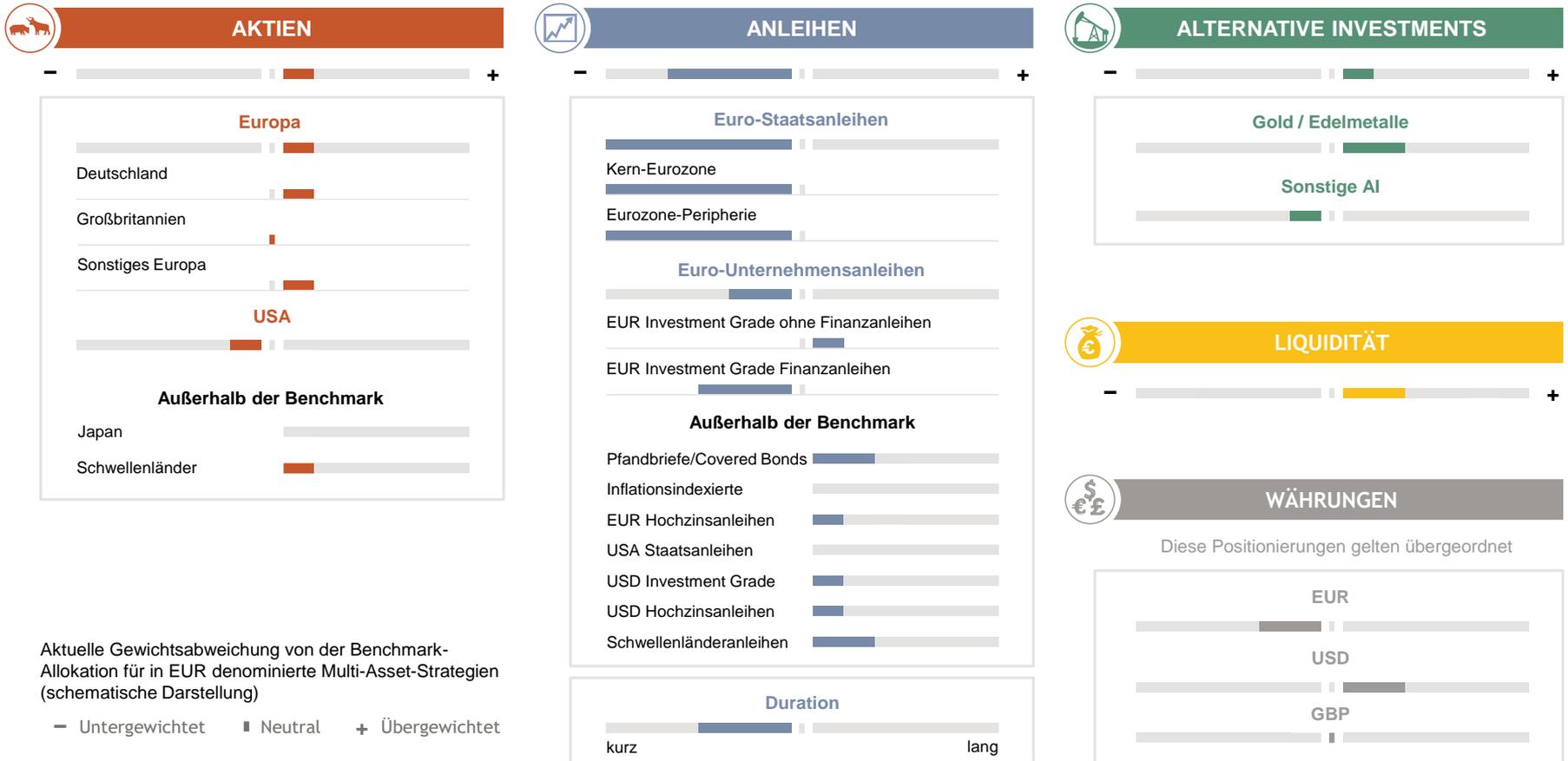
- Der US-Dollar profitiert von der Aussicht auf die geldpolitische Wende. Die EZB wird sich mehr Zeit lassen können.
- Das Britische Pfund hat zuletzt leicht nachgegeben. Es bleibt aber in einer engen Spanne bei 0,85/0,86 Pfund je Euro.
- Der Schweizer Franken profitiert wieder von Corona-Sorgen sowie von geopolitischen Unsicherheiten.

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen



Portfoliositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Quelle: Berenberg

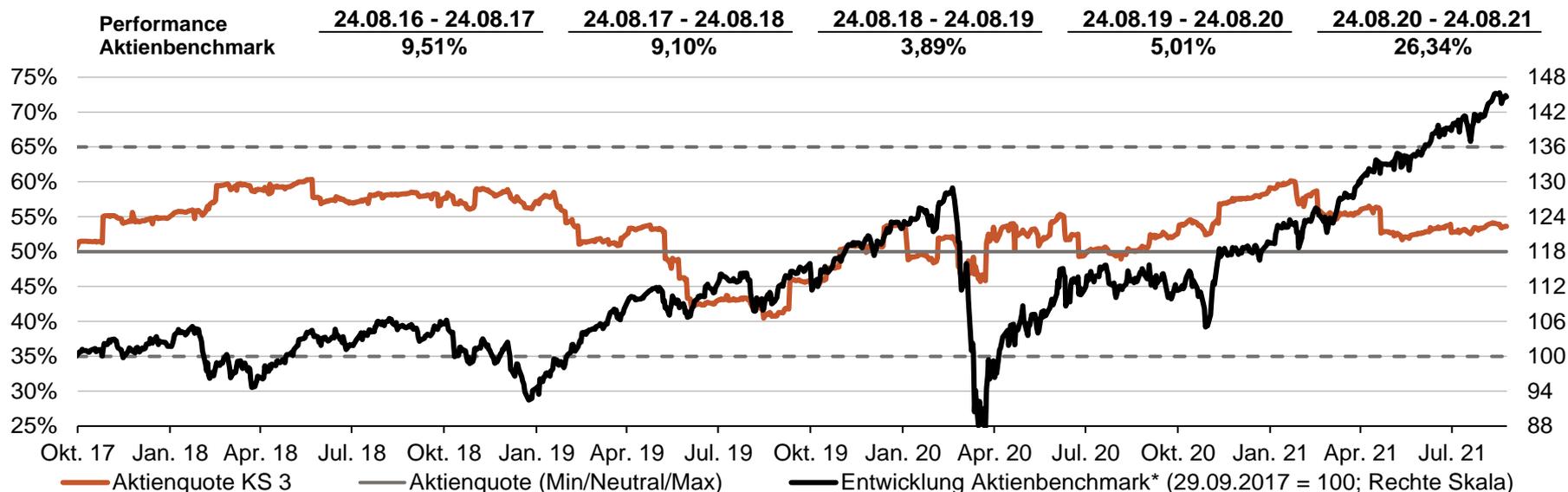
Darstellung per 25.08.2021

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3

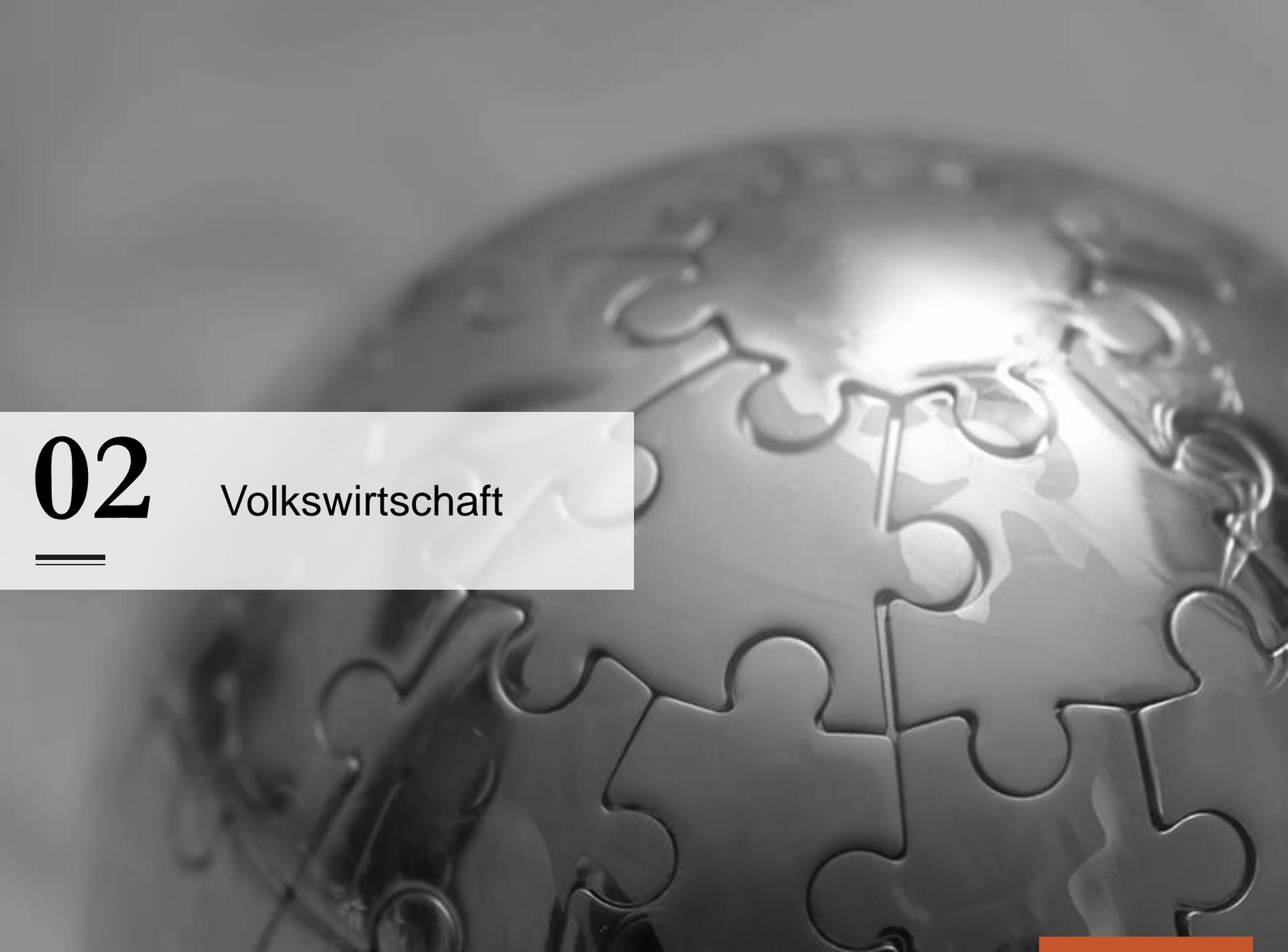


Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



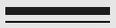
Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg *„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 24.08.2016 – 24.08.2021
 Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- In das dritte Quartal hinein sind wir mit einem nur noch leichten Aktienübergewicht gestartet. Wir blieben zwar grundsätzlich optimistisch, hohe Bewertungen und eine abnehmende Dynamik der Konjunkturerholung stimmten uns aber etwas vorsichtiger. Die Märkte legten bei geringer Volatilität weiter zu. Unter der Oberfläche kam es allerdings immer wieder zu kräftigen Rotationen. Unsere Barbell-Strategie aus strukturellem Wachstum taktisch ergänzt um zyklische und Value-lastige Elemente machte sich in diesem Umfeld bezahlt: unsere Kernstrategien konnten ihr Alpha gegenüber der Benchmark weiter ausbauen.
- Bis mehr Klarheit über das Verhalten der Zentralbanken besteht und die Märkte die Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs im Jahr 2022 ins Visier nehmen, fühlen wir uns mit dem reduzierten Risiko wohl. Der Liquiditätsbestand erlaubt es uns, Chancen zu ergreifen, sollte es zu größeren Rückschlägen kommen.

A grayscale image of a globe where the continents are represented by interlocking puzzle pieces. The globe is slightly out of focus, with a bright light source creating a lens flare effect on the right side. A white rectangular box is overlaid on the left side of the image, containing the text '02' and 'Volkswirtschaft'.

02

Volkswirtschaft



Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

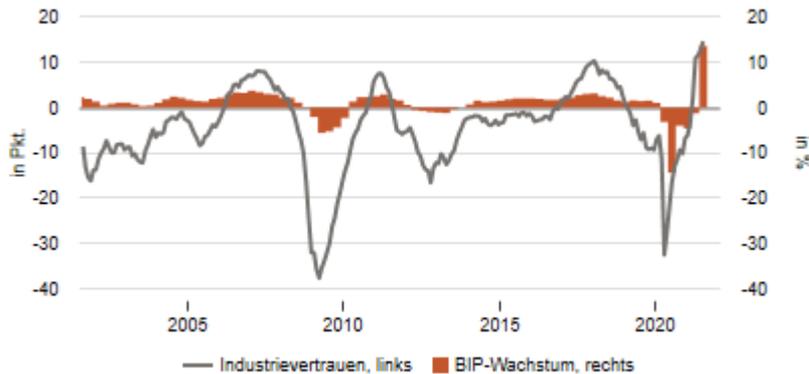


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Industrieproduktion geht im Juni erneut zurück

- Die Angebotsengpässe bei wichtigen Produktionskomponenten halten weiter an. Die Industrieproduktion im Euroraum geht im Juni 2021 gegenüber dem Vormonat daher erneut zurück (-0,3 %). Im Mai 2021 war gegenüber dem Vormonat ebenfalls ein Rückgang verzeichnet worden (-1,1 %).
- Verglichen mit dem Vorjahresmonat liegt die Industrieproduktion im Euroraum um 9,7 % höher, allerdings ist hierbei der geringe Ausgangswert aus Juni 2020 zu beachten. Schließlich waren die pandemiebedingten Auswirkungen auf die Wirtschaft im vergangenen Sommer noch wesentlich ausgeprägter.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



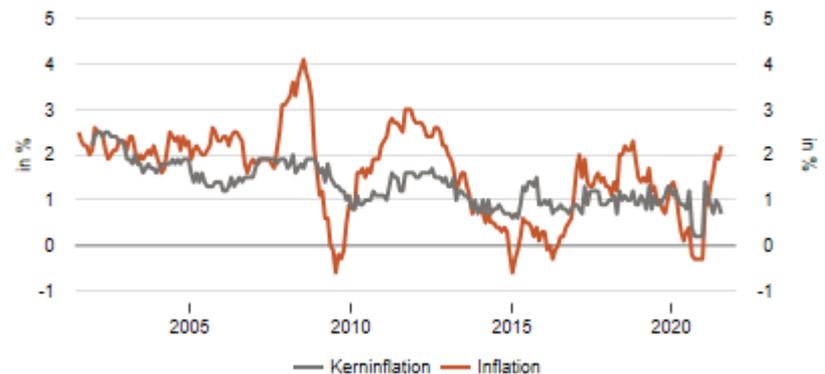
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2001 – 08/2021

Inflation legt nach Rücksetzer wieder zu

- Im Juni war die Inflationsrate gegenüber dem Vorjahresmonat leicht auf 1,9 % gesunken (Mai: 2,0 %). Nach diesem leichten Rücksetzer ist sie im Juli auf 2,2 % gestiegen. Auch der Basiseffekt der gesenkten deutschen Mehrwertsteuer vom zweiten Halbjahr 2020 dürfte in den kommenden Monaten dazu beitragen, dass die Teuerungsrate auf Euroebene oberhalb der 2 %-Marke bleibt.
- Grund zum Gegensteuern sieht die Europäische Zentralbank angesichts dieser Zahlen nicht.
- Für das Gesamtjahr 2021 erwarten wir eine Inflationsrate von 1,9 %.

Eurozone Inflation



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2001 – 07/2021

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

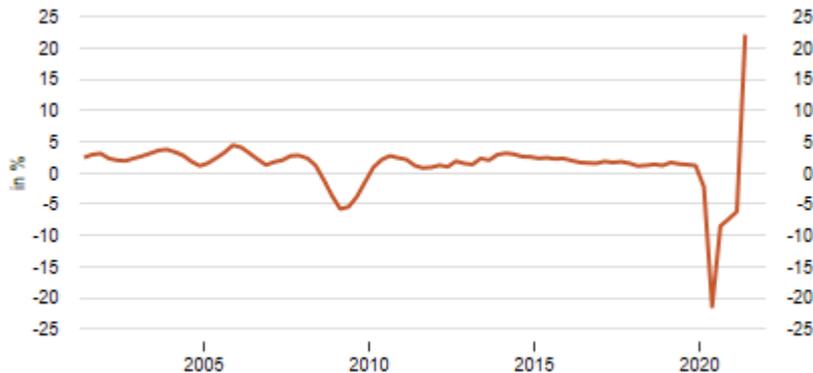


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Arbeitskräftenachfrage auch in Großbritannien auf Rekordhoch

- Die Zahl gemeldeter Stellenangebote steigt im Juli auf 953.000 und damit auf ein neues Rekordhoch (Juni: 862.000). Damit liegt der gegenwärtige Höchstwert deutlich über dem bisherigen Rekord vom September 2018 (864.000). Die Erholung auf dem Arbeitsmarkt fällt insgesamt weiter äußerst robust aus. Die Löhne steigen im Juni gegenüber dem Vorjahr (inkl. Boni) um 8,8 % an und liegen bereits komfortabel oberhalb des Vorkrisenniveaus. Die Lohnentwicklung dürfte den Druck auf die Preise weiter hoch halten. Die Arbeitslosenquote liegt im Juni bei 4,7 %.

Großbritannien BIP-Wachstum (YoY)



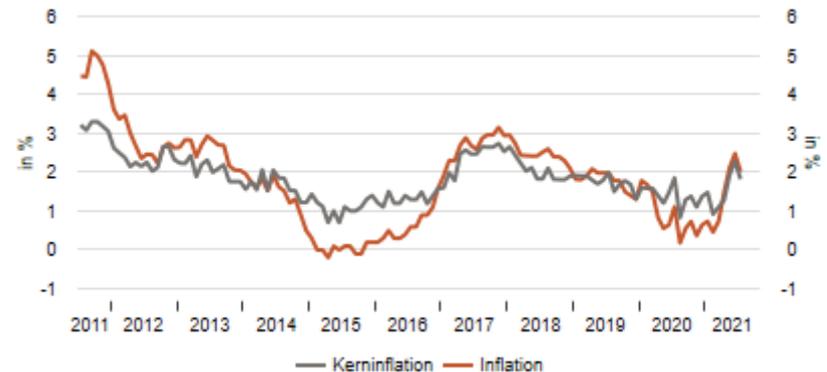
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2001 – 06/2021

Inflation schwächt sich überraschend ab

- Gegenüber dem Vorjahresmonat steigen die Preise im Juli um 2,0 % an. Im Juni lag die Preissteigerungsrate noch bei 2,5 %. Hierbei handelt es sich allerdings eher um einen Einmaleffekt, als um einen nachhaltigen Rückgang des Preisdrucks. Die gestiegenen Kosten der Produzenten dürften die Preise im August gegenüber dem Vormonat unserer Ansicht nach um mindestens 0,5 % anziehen lassen. Die übergeordnete Inflationsrate gegenüber dem Vorjahresmonat würde dann wieder bei rund 3 % liegen.
- Für das Gesamtjahr 2021 prognostizieren wir eine Verbraucherpreisinflation von 2,3 %.

Großbritannien Inflation



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2011 – 07/2021

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

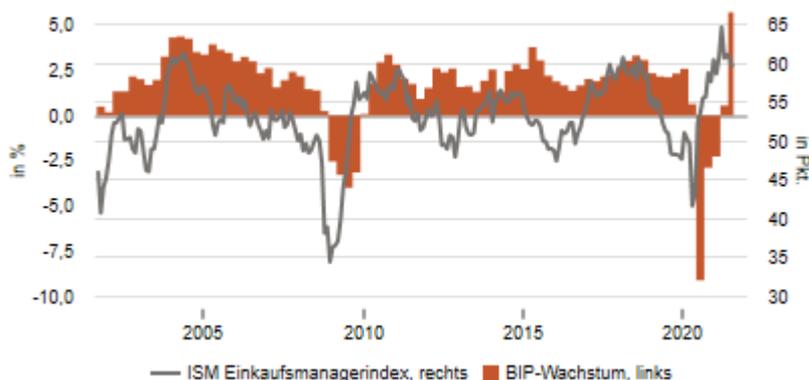


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Industrieproduktion zieht an

- Die Industrieproduktion zieht im Juli um 0,9 % an. Damit liegt sie wieder auf ihrem Vorkrisenniveau. Investitionen bleiben angesichts der ungebrochen hohen Gesamtnachfrage und geringer Zinsen weiter attraktiv.
- Die Einzelhandelsumsätze fallen im Juli hingegen um 1,1 %. Eine sich abkühlende Dynamik war angesichts der vorangegangenen starken Zuwächse allerdings bereits erwartet worden. Erhöhte Ausgaben für Serviceleistungen, anziehende Preise und die mit der Delta-Variante verbundene Unsicherheit drücken ebenfalls auf den Einzelhandel.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



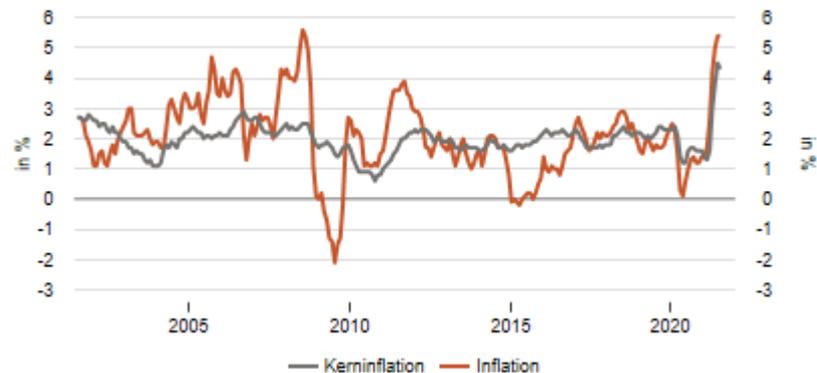
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2000 – 07/2021

Inflation weiter auf erhöhtem Niveau

- Die Verbraucherpreise in den USA ziehen im Juli gegenüber dem Vormonat um 0,5 % an. Gegenüber dem Vorjahr liegt die Inflationsrate damit bei 5,4 %. Die um besonders volatile Komponenten bereinigte Kerninflation legt im Juli um 0,4 % zu (ggü. Vorjahr: 4,2 %). Die Inflationswerte liegen weit über den vorherigen Prognosen der amerikanischen Notenbank Fed. Auf so hohem Niveau war die Inflation zuletzt in den 1990er Jahren. Die starke Gesamtnachfrage eröffnet den Unternehmen Spielräume zur Weitergabe der steigenden Produktionskosten – der Druck auf die Preise bleibt also grundsätzlich weiterhin hoch.

USA Inflation



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2001 – 07/2021

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	-3,4	-3,5	6,5	6,2	4,3	4,3	1,2	1,3	4,1	4,2	3,2	2,9
Eurozone	-6,5	-6,8	4,9	4,7	4,9	4,4	0,3	0,3	1,9	2,0	1,7	1,5
Deutschland	-4,9	-5,3	3,1	3,2	5,0	4,5	0,4	0,5	2,7	2,7	1,6	1,7
Frankreich	-8,0	-8,3	6,2	6,0	4,7	4,0	0,5	0,5	1,4	1,7	1,4	1,4
Italien	-8,9	-8,9	5,9	5,7	4,8	4,2	-0,1	-0,1	1,0	1,3	1,3	1,2
Spanien	-10,8	-11,4	5,8	6,1	6,9	5,7	-0,3	-0,3	2,1	2,1	1,7	1,4
Großbritannien	-9,8	-9,9	6,9	6,9	5,5	5,4	0,9	0,9	2,3	2,1	2,7	2,4
Japan	-4,7	-4,8	2,5	2,5	2,3	2,5	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,6	0,6
China	2,0	2,3	8,8	8,5	5,3	5,6	2,5	2,5	0,9	1,5	2,0	2,3
Welt*	-3,1	-	5,1	-	3,8	-	-	2,2	-	3,5	-	3,2

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.08.2021

* 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

Westliche Aktienmärkte weiter in Rekordlaune

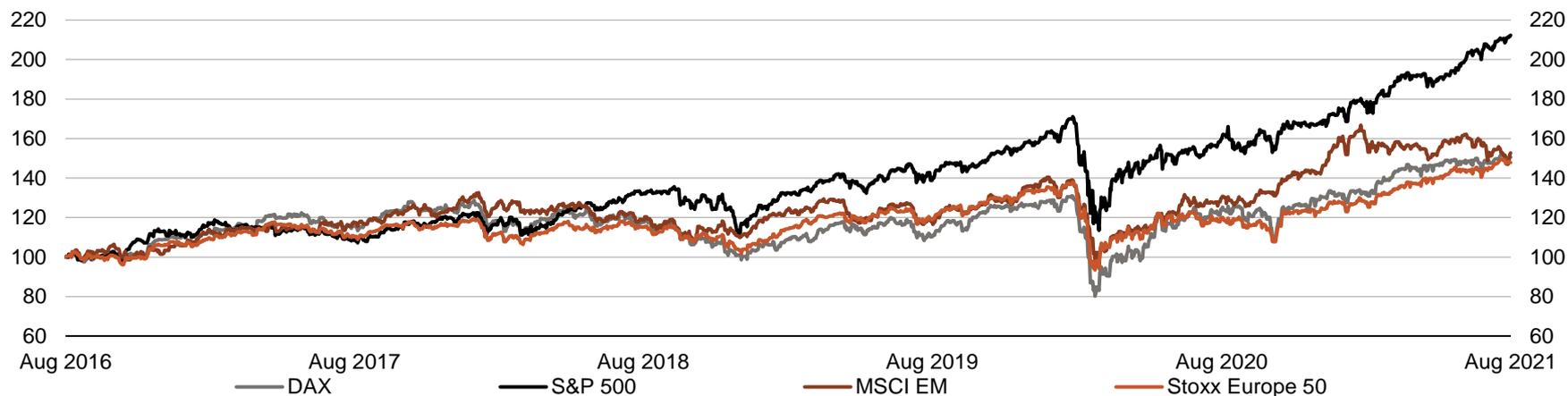


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Aktienindizes in den USA und Europa mit neuen Allzeithochs im August, Schwellenländer weiter unter Druck

- Die Aktienmärkte zeigten sich im August zweigeteilt. Indizes der Industrienationen verzeichneten neue Allzeithochs, während Schwellenländer weiter unter Druck standen. Der S&P 500 profitierte von seinem hohen Technologieanteil mit strukturellem Wachstum, welches aufgrund global aufkommender Wachstumssorgen wieder gesucht war. Europäische Aktien profitierten weiter von einer starken Q2 Berichtssaison. Der konjunkturelle Rückenwind sorgte hier vor allem in zyklischen Bereichen für positive Überraschungen. Der Schwellenländerindex bleibt durch chinesische Aktien belastet. Diese leiden weiterhin unter der regulatorischen Unberechenbarkeit der chinesischen Regierung. Anleger trauen sich noch nicht zurück auf die Käuferseite.
- Die starke Entwicklung in den Industrienationen ist fundamental gut unterstützt. Zum einen wuchsen die Gewinne stärker als die Kurse, was Bewertungen vergünstigte. Zum anderen werden selbst moderate Korrekturen schnell gekauft, was die intakte Aktiennachfrage seitens der Investoren (Fondszuflüsse) und Unternehmen (Buybacks) widerspiegelt. Zudem haben in den letzten 2-3 Monaten systematische Anlagestrategien in Folge der geringen realisierten Volatilität Positionen ausgebaut.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 25.08.2016 – 25.08.2021

Unternehmensgewinne

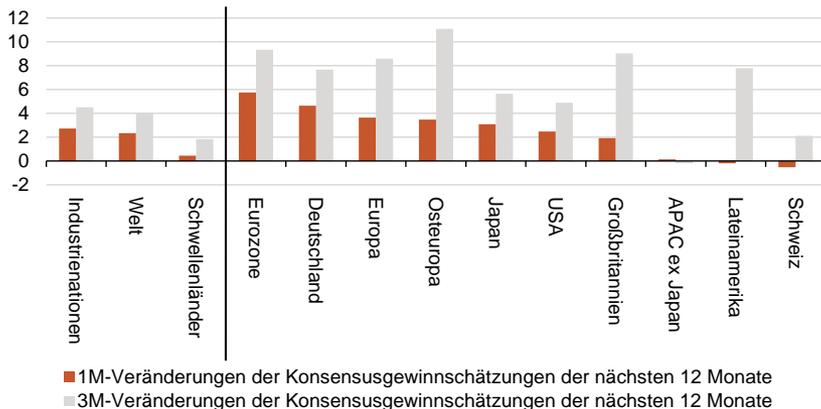
Unternehmen liefern, insbesondere in zyklischen Segmenten



Insbesondere zyklische Regionen überraschen positiv

- Die Q2 Berichtssaison bestätigte einmal mehr die starken Kursentwicklungen der letzten Monate. Der anhaltende konjunkturelle Rückenwind wurde insbesondere in zyklischen Regionen innerhalb der Industrienationen deutlich. Starke Gewinnentwicklungen der Eurozone und Deutschland zwangen die Analysten ihre Schätzungen für diese Regionen am stärksten nach oben anzupassen.
- Verwunderlich war jedoch, dass die positiv überraschende Gewinnentwicklung der zyklischeren Marktsegmente kaum durch Outperformance entlohnt wurde. Es scheint, als wäre die Dunkelziffer der Markterwartungen bereits höher gewesen.

Berichtssaison führt zu positiven Gewinnrevisionen



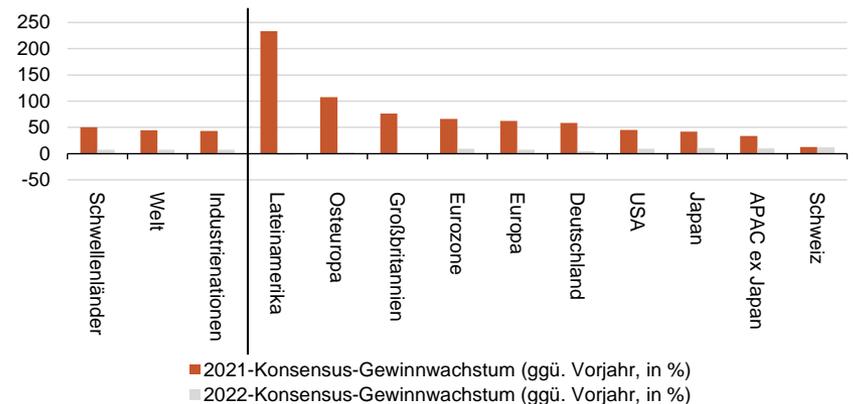
Quelle: Factset

Stand: 25.08.2021

Weltkonjunktur treibt '21er Gewinnwachstum

- Das Gewinnwachstum für dieses Jahr ist weiterhin in den Regionen am stärksten, die am sensitivsten an der Weltkonjunktur hängen. Diese übersetzt sich vor allem durch steigende Rohstoffpreise in die Unternehmensgewinne. Lateinamerika und Osteuropa, die gleichermaßen auch die höchsten Nachholeffekte haben, führen somit das Tableau an, während die Schweiz und die USA trotz gesundem Wachstum weiter hinten stehen.
- Für das nächste Jahr wird das Wachstum in den weniger konjunktursensitiven Regionen am höchsten geschätzt, da der konjunkturelle Rückenwind abebben dürfte und somit strukturelles Wachstum wieder in den Fokus rückt.

Starke Gewinnerholung in Lateinamerika & Osteuropa



Quelle: Factset

Stand: 25.08.2021

Sektoren & Bewertung

Zyklische Sektoren trotz attraktiver Bewertung nicht gesucht

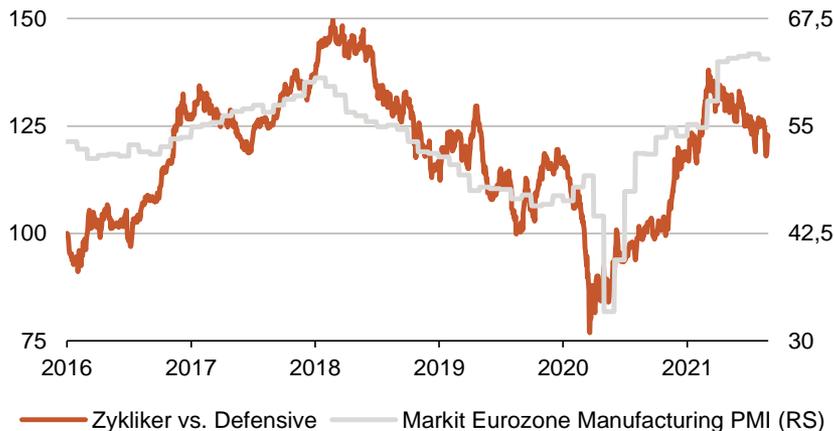


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Regelmäßige Gegenbewegungen im Abwärtstrend

- Obwohl sich die Wirtschaft weiterhin in einem gesunden Aufschwung befindet und zyklische Sektoren in der Berichtssaison positiv überraschen konnte, setzt sich die relative Schwäche der Zykliker im August fort.
- Regelmäßig kam es jedoch auch zuletzt zu reflationären Gegenbewegungen, jedoch scheint das „Risk-Off“ unter der Oberfläche zu dominieren. Dies dürfte den abnehmenden und teils negativen Konjunkturüberraschungen geschuldet sein. Erneut aufkommende Wachstumssorgen rückten den Fokus der Investoren zuletzt wieder auf weniger konjunktursensitive Marktsegmente.

Europäische Zykliker gegenüber Defensiven



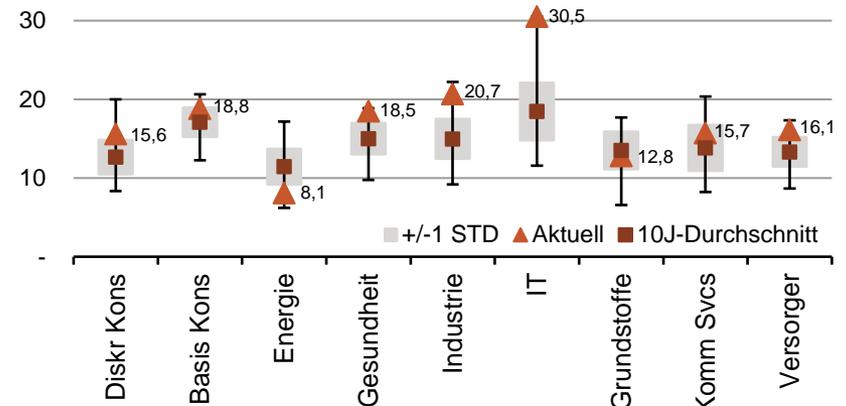
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2016 – 25.08.2021

Defensive Sektoren am oberen Bewertungsrand

- Die Outperformance der defensiven Sektoren spiegelt sich in historisch hohen Bewertungen dieser Sektoren wider. Während der Gesundheits- und IT-Sektor aktuell nahe ihrer Bewertungshöchststände der letzten zehn Jahre notieren, sind stark zyklische Sektoren wie Energie oder Grundstoffe im historischen Vergleich günstig.
- Die günstige Bewertung begründet sich in der soliden Gewinnentwicklung der Zykliker und der relativen Underperformance. Dies könnte aber ein Warnsignal sein, denn historisch bewährte es sich oft Zykliker zu kaufen, wenn sie hoch bewertet waren und umgekehrt.

12M-Forward KGV europäischer Sektoren



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

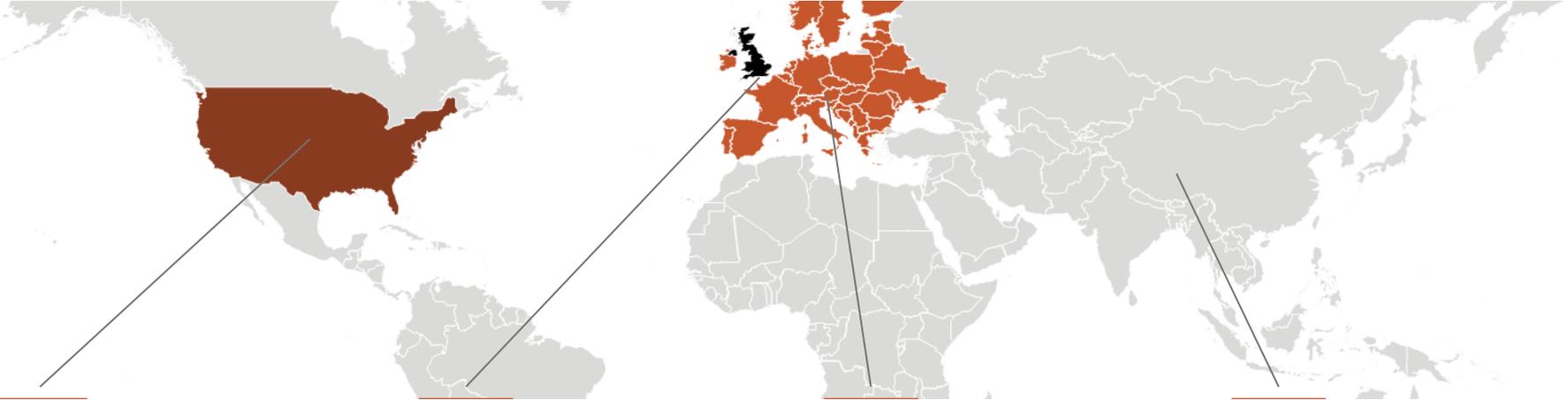
Zeitraum: 25.08.2011 - 25.08.2021

Aktien Allokation

Schwellenländer und Europa ex. UK übergewichtet



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Untergewichten

- Steigende Anleiherenditen, wie wir sie bis zum Jahresende erwarten, dürften hochbewertete US-Aktien belasten, während die strukturelle Wachstumsstärke Sicherheit gegenüber aufkommenden Wachstumssorgen liefert.
- Innerhalb der Aktienregionen sind wir untergewichtet. Dank unserem Aktienübergewicht bleiben US-Aktien auf Portfolioebene aber neutral gewichtet.
- Die USA bleibt die Region, die am stärksten durch Aktienrückkaufprogramme unterstützt wird.

Großbritannien

Untergewichten

- Wir hatten Gewinne bei britischen Aktien teilweise realisiert – vor allem im Small-Cap-Bereich nach der starken Performance bis in den Frühling hinein.
- Wir bleiben britische Aktien leicht untergewichtet.

Europa ex. UK

Übergewichten

- Eine 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, wenngleich Unsicherheit um die chinesische Regulierung belastet.
- Taktisch finden wir lateinamerikanische Aktien interessant. Positive Gewinnrevisionen, negatives Anleger sentiment sowie attraktive Bewertungsniveaus bergen Aufholpotenzial nach der deutlichen Underperformance seit der Coronakrise.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	25.08.2021	31.12.2021	30.06.2022	in 12 Monaten
S&P 500	4.496	4.250	4.400	4.930
DAX	15.861	15.800	16.300	18.627
Euro Stoxx 50	4.181	4.150	4.300	4.721
MSCI Großbritannien	2.005	2.050	2.200	2.275
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	-5,5	-2,1	9,7
DAX	-	-0,4	2,8	17,4
Euro Stoxx 50	-	-0,7	2,8	12,9
MSCI Großbritannien	-	2,3	9,7	13,5

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.08.2021

*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

Coupon	Maturity Date
0.000	02/18/2010
0.000	05/20/2010
0.000	11/18/2010
1.000	10/31/2011
1.375	11/15/2012
2.375	10/31/2014
3.125	10/31/2016
3.375	11/15/2019
4.375	11/15/2039

Current Price Yield

Current Price	Yield	Time
0	.01	11/20
0.13	.13	11/20
0.26	.26	11/20
11-16+	.72	11/20
00-12	1.25	11/20
9 1/2	2.18	11/20
1/2	2.90	11/20
3.37		11/20
29		11/20

Staatsanleihen

Sommer-Rendite-Tief dürfte überwunden sein



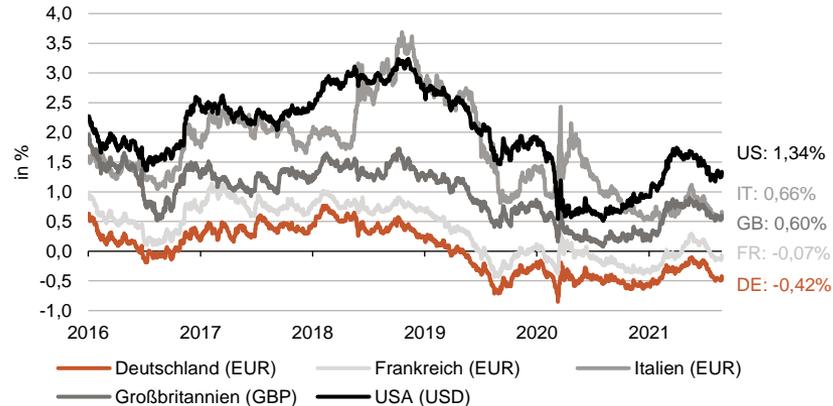
Renditeanstieg nimmt an Fahrt auf

- Die Renditen auf sichere Staatsanleihen bewegen sich nach monatelangem Tiefflug, welcher auch von den Wachstumssorgen aufgrund der Ausbreitung der Delta-Variante getrieben wurde, wieder nach oben. US-Staatsanleihe-Renditen notieren beispielsweise 17 Basispunkte (Bp) über ihrem Juli-Tief.
- Die Aussicht auf eine abnehmende monetäre Unterstützung, wie es auch das eher falkenhafte Fed-Protokoll bekräftigte, lies die Nachfrage nach sicheren Staatsanleihen sinken.

Renditeanstieg vor allem am kurzen Ende

- Trotz steigenden Renditen hat sich die US-Renditestrukturkurve tendenziell eher verflacht. Das liegt vor allem an deutlich stärker steigenden Renditen am kurzen Ende. In den letzten vier Wochen ist beispielsweise die Rendite auf 2J-US-Staatsanleihen um 4Bp und auf 5J-US-Staatsanleihen um 9Bp gestiegen, während 30J-US-Staatsanleihen einen Anstieg von lediglich 1Bp sahen. Der Markt sieht somit einen lediglich vorübergehenden Anstieg der Inflation. Sollte die hohe Inflation jedoch nicht nur temporär sein, dürfte die Steilheit der Renditestrukturkurve wieder deutlich zunehmen.

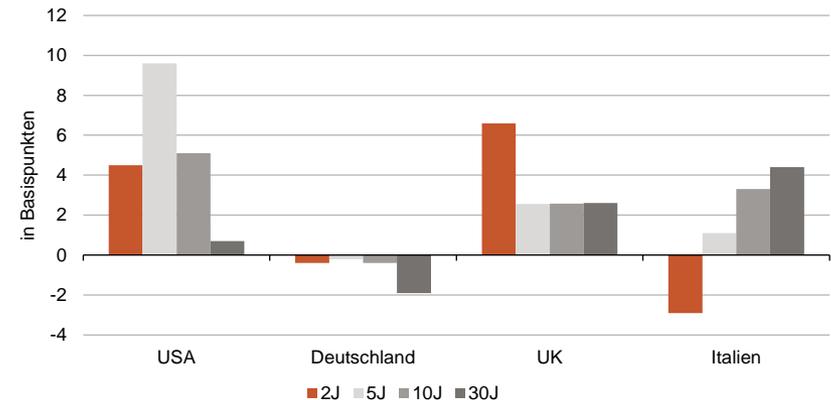
Sommer-Rendite-Tief liegt hinter uns



Quelle: Bloomberg, 10-jährige Staatsanleihen

Zeitraum: 01.01.2016 - 25.08.2021

US-Renditeanstieg vor allem am kurzen Ende



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

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Risikoprämien ohne Druck nach oben



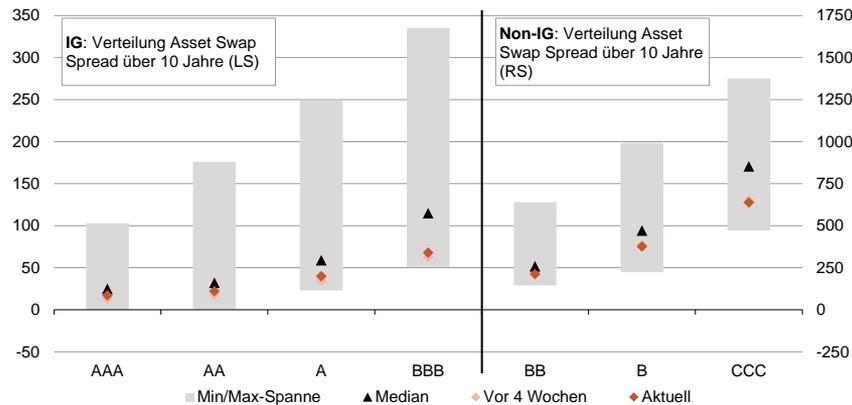
Risikoprämien ohne Aufwärtsdruck

- Die Risikoaufschläge bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen bewegten sich auch in den letzten vier Wochen eher seitwärts. Auch wenn Qualität weiterhin gefragt bleiben dürfte, sehen wir bei den aktuellen Spread-Niveaus nur sehr begrenztes Einengungspotenzial in den nächsten Monaten.
- Die Risikoaufschläge bei Hochzinsanleihen sind trotz der Ausbreitung der Delta-Variante und der Wachstumssorgen nur temporär etwas angestiegen, nur um dann unter das Niveau von vor vier Wochen zu fallen.

Hochverzinsliche Schwellenländeranleihen attraktiv

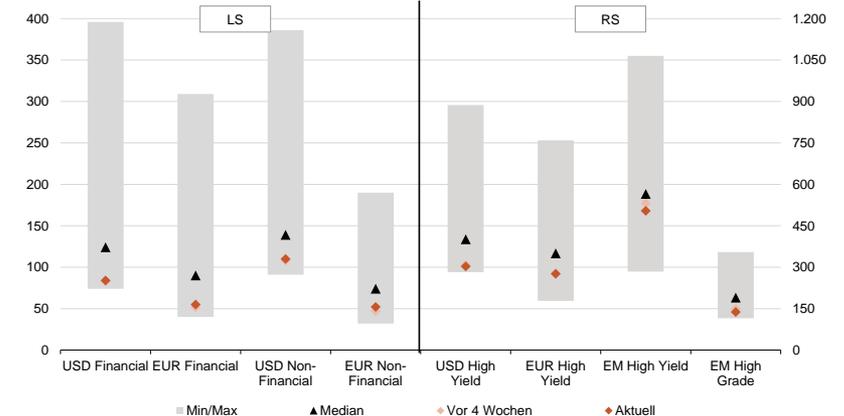
- Während die Risikoaufschläge bei USD-Unternehmensanleihen bereits am unteren Ende der 10-Jahres-Spanne verweilen, gibt es bei EM-Hochzinsanleihen, insbesondere nach der jüngsten Spreadausweitung, noch deutlich mehr Spielraum nach unten.
- Neben der historischen Betrachtung mögen wir Schwellenländeranleihen vor allem aufgrund des zyklischen Charakters und der hohen Carry.

Risikoprämien mit wenig Luft nach unten



Quelle: Factset, 10J-Verteilung der Risikoaufschläge Zeitraum: 25.08.2011 – 25.08.2021 von EUR-Unternehmensanleihen nach Rating

Spreads bei EM-High Yield mit deutlichem Potenzial



Quelle: Factset, 10J-Spread-Verteilung Zeitraum: 25.08.2011 – 25.08.2021

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



Kernsegmente



Staatsanleihen Untergewichten

- Euro-Anleihen haben ihren zu Jahresbeginn begonnenen Abwärtstrend zuletzt unterbrochen und die Renditen sind wieder unattraktiver geworden. Im Falle hoher Bonitäten bleiben sichere Staatsanleihen in Risk-Off-Phasen grundsätzlich gefragt.
- Wir rechnen mit wieder steigenden Renditen, wenngleich sich die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken fortsetzt. Die Duration sollte kurz gehalten werden - Zinsänderungsrisiken werden nicht ausreichend vergütet.



Unternehmensanleihen Übergewichten

- Die lockere Geldpolitik und die geringen Renditen bei Staatsanleihen lassen uns trotz inzwischen begrenzter Spread-Spielräume Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen präferieren.
- Innerhalb des Segments der Unternehmensanleihen bevorzugen wir Titel mit etwas mehr Kreditrisiko und kurzer Laufzeit.



Weitere Segmente



Schwellenländeranleihen Übergewichten

- Schwellenländeranleihen sind aufgrund der höheren Rendite und des wirtschaftlichen Aufholpotenzials strategisch weiterhin interessant.
- Ausdrücklich optimistisch schauen wir auf Schwellenländer-Lokalwährungsanleihen und präferieren Hochzinsanleihen ggü. Investment-Grade.



Hochzinsanleihen Übergewichten

- Die trotz erfolgter Spreadeinengungen teilweise 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 der üblichen Papiere.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	25.08.2021	31.12.2021		30.06.2022	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	0,00-0,25	0,00-0,25	0,25	0,00-0,25	0,25
10J US-Rendite	1,34	2,00	1,64	2,30	1,83
Eurozone					
Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10J Bund-Rendite	-0,42	0,00	-0,18	0,35	-0,02
Großbritannien					
Leitzins	0,10	0,10	0,10	0,30	0,15
10J Gilts-Rendite	0,60	1,20	0,88	1,50	1,01

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.08.2021

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe



Rohöl

Es geht wieder aufwärts

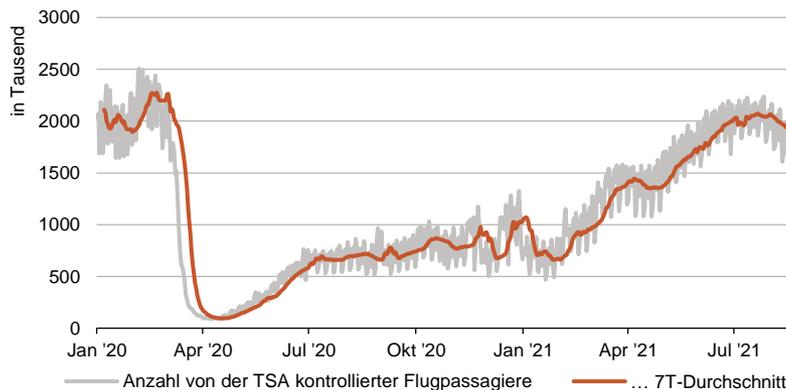


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Angebotsknappheit dürfte Corona-Sorgen wieder übertrumpfen

- Der August war der bisher turbulenteste Monat für Rohöl in diesem Jahr. Von anfänglich knapp 75 USD je Barrel fiel die Sorte Brent innerhalb von drei Wochen auf gerade einmal 65 USD je Barrel. Schuld für diesen Abverkauf war wieder einmal das Coronavirus. Denn mit steigender Ausbreitung der Delta-Variante auch in Ländern mit bereits hohen Impfquoten könnte sich die globale Nachfragerholung bei erneuten Einschränkungen deutlicher abkühlen. Gleichzeitig erhöht die OPEC+ bis Jahresende sukzessive ihre Fördermenge. Vor allem Finanzinvestoren sahen deshalb das Gleichgewicht am Ölmarkt in Gefahr und reduzierten ihre Netto-Long-Positionierung auf den niedrigsten Stand seit Ende letzten Jahres.
- Tatsächlich dürfte sich der Ölmarkt allerdings immer noch im Angebotsdefizit befinden, sodass von fundamentaler Seite bisher kein Grund zur Sorge besteht. Da die Ausbreitung der Delta-Variante nicht global synchron verläuft, können außerdem Nachfragerückgänge andernorts kompensiert werden. So stiegen beispielsweise in Indien die Rohölimporte im Juli im Jahresvergleich um 22% - so hoch wie seit Februar 2016 nicht mehr. Bei einer weiter disziplinierten OPEC+ und abnehmenden wirtschaftlichen Einschränkungen dank steigender Impfquoten erwarten wir einen steigenden Ölpreis.

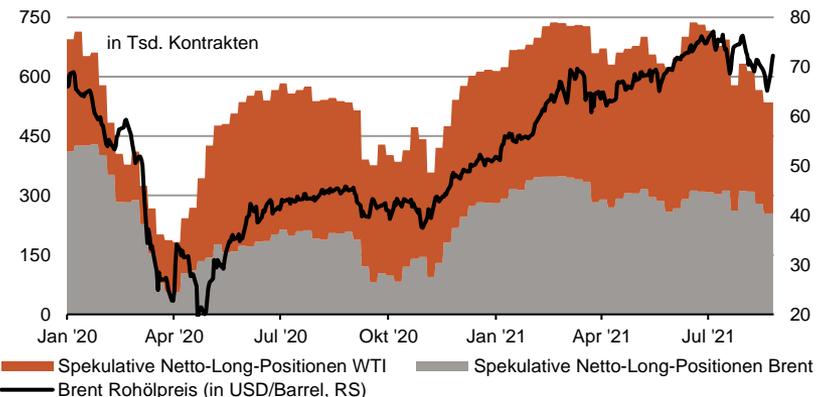
US-Flugverkehr mit steigenden Fallzahlen wieder rückläufig



Quelle: Bloomberg, TSA, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2020 – 25.08.2021

Spekulative Anleger mit Positionsabbau



Quelle: Bloomberg, CFTC, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2020 – 25.08.2021

Edel- und Industriemetalle

Gold momentan fair bewertet

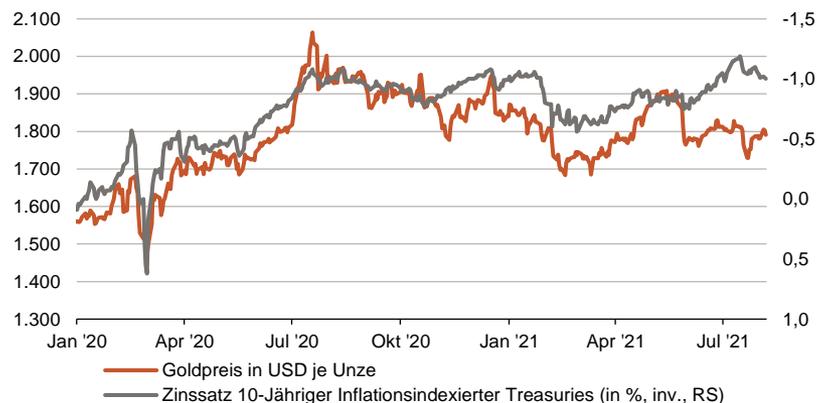


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold momentan fair bewertet

- Zu Beginn des Monats sorgten positive Arbeitsmarktdaten, gestiegene Zinsen und ein stärkerer Dollar noch für einen „Flash Crash“ und Gold fiel unter 1.700 USD je Unze. Anleger nutzten dies als Kaufgelegenheit und Gold konnte rasch wieder hinzugewinnen.
- Zwar nimmt der Goldpreis eine restriktivere Geldpolitik bereits z.T. vorweg, trotzdem dürfte bei steigenden Realzinsen das Aufwärtspotenzial begrenzt bleiben. Wir halten Gold aktuell für fair bewertet.

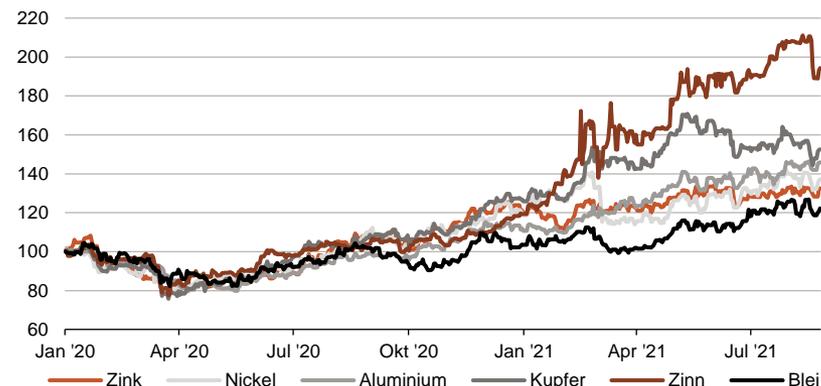
Goldpreis und Realzinsen nähern sich wieder an



Konjunktursorgen belasten Industriemetalle kurzfristig

- Wie bei Rohöl waren auch am Metallmarkt im August die Nachfragesorgen bedingt durch das Coronavirus zu spüren. Besonders schwer hat es Zinn getroffen, welches seit Jahresbeginn mit +58% allerdings immer noch die mit Abstand beste Performance aufweist.
- Trotz kurzfristiger Schwäche bleiben Industriemetalle strukturell weiter gut unterstützt. Die Nachfrage dürfte dank hoher Verwendung in grünen Technologien und Infrastrukturprogrammen, die vielfach lediglich erst beschlossen und noch gar nicht angelaufen sind, zukünftig kräftig steigen.

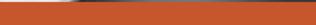
Industriemetalle mit konjunkturellem Gegenwind





06

Währungen



Marktentwicklung

Geld & Währung

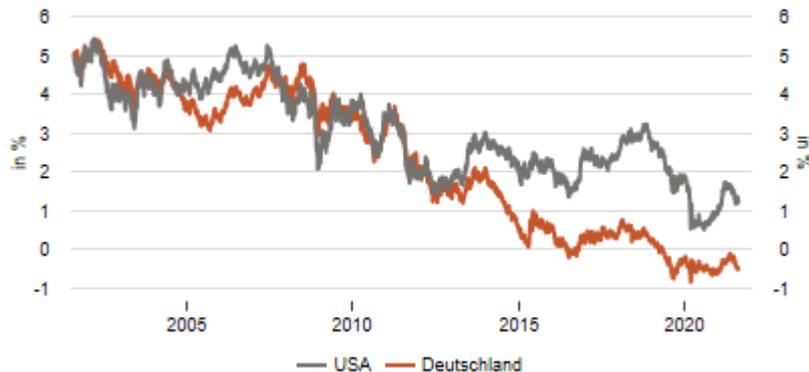


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Federal Reserve: Sitzungsnotizen veröffentlicht

- Die amerikanische Notenbank (Fed) hat kürzlich die Notizen zu ihrer geldpolitischen Sitzung vom 27. bis zum 28. Juli veröffentlicht.
- Mittlerweile geht eine Mehrheit der Mitglieder des geldpolitischen Komitees davon aus, dass die nach oben ausreißenden Inflationsdaten hoch genug seien, um eine restriktiverer Geldpolitik zu rechtfertigen. Die Situation auf dem Arbeitsmarkt zum Zeitpunkt der Fed-Sitzung wurde gemessen an den definierten Zielen der Fed allerdings noch als unzureichend bewertet.
- Daher geht ein Großteil der Mitglieder des Komitees davon aus, dass ein erster Schritt in Richtung strafferer Geldpolitik („Tapering“) nicht unmittelbar, aber bis zum Ende dieses Jahres zu erwarten sei.
- Erst im Nachgang zur Sitzung wurden insgesamt starke Arbeitsmarktdaten veröffentlicht. Einige Mitglieder des Komitees haben daher schon öffentlich davon gesprochen, dass die Erholung auf dem Arbeitsmarkt den Mandatsvorgaben bereits jetzt entsprechen könnte.
- Für die Märkte sind Zeitpunkt und Umfang des Taperings wichtig. Für die Wirtschaft aber kaum, denn die Geldpolitik bleibt auch danach noch sehr expansiv.

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2001 – 08/2021

Wechselkurs EUR/US-Dollar



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2016 – 08/2021

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	25.08.2021	31.12.2021		30.06.2022	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,18	1,2	1,19	1,23	1,20
EUR/GBP	0,86	0,85	0,85	0,85	0,85
EUR/CHF	1,08	1,09	1,10	1,1	1,12
EUR/JPY	130	130	131	132	132
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-1,9	-1,1	-4,3	-1,9
GBP	-	0,6	0,6	0,6	0,6
CHF	-	-1,3	-2,2	-2,2	-4,0
JPY	-	-0,4	-1,1	-1,9	-1,9

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.08.2021

*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

MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de