



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

KURZFRISTIGER DÄMPFER

Der kraftvolle Aufschwung setzt sich trotz vorübergehender Belastung fort. Die im dritten Quartal vorherrschende Wachstumskepsis scheint übertrieben.

RÜCKKEHR DER REFLATION

Mit Blick auf ein wirtschaftlich solides 2022, kräftiges Wachstum, längerfristig höhere Inflation und das klassische Saisonmuster sollten Anleiherenditen steigen und zyklische Anlagen hinzugewinnen.

KLARE PRÄFERENZEN

Aktien und selektiv Rohstoffe sind weiter gegenüber Anleihen zu bevorzugen. Kurzfristige Risiken sprechen vorerst aber gegen eine zu offensive Position.

Q4 | 2021



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser, oberflächlich dominierte an den Märkten im dritten Quartal ein Risk-on-Umfeld. Westliche Aktienmärkte krochen von einem Allzeithoch zum nächsten. Trotzdem war das Umfeld für Anleger schwierig, denn unter der Oberfläche sorgten Wachstumsbefürchtungen für eine Risk-off-Stimmung und bis in den August hinein für weiter fallende Anleiherenditen. Eine Outperformance von Qualität, Wachstumstiteln und defensiven Werten prägte lange die Märkte. Eine Stabilisierung zeichnet sich erst seit der zweiten August-Hälfte ab. Unsere Portfolios profitierten von einem leichten Übergewicht bei Aktien und dem strategischen Fokus auf Qualität und strukturelles Wachstum bei der Aktienselektion.

Die Märkte scheinen ein Zurückfallen in ein Umfeld mit geringem Trendwachstum, niedriger Inflation sowie Zinsen und hohen Sparquoten im Privatsektor in den letzten Monaten wieder für zunehmend wahrscheinlicher zu halten. Ein Umfeld, wie wir es infolge der Finanzmarktkrise 2008/2009 bis zur Corona-Krise hatten. Die Überzeugung, dass es nach der Corona-Krise gelingt, aufgrund der massiven fiskalischen und geldpolitischen Maßnahmen infolge der Krise auch mittelfristig ein Umfeld höheren Wachstums und höherer Inflation zu erreichen, hat abgenommen.

Auch wenn eine gewisse Skepsis angesichts der Verbreitung der Delta-Variante des Coronavirus, der Wachstumsschwäche, der Regulierungswut in China und der gestiegenen geopolitischen Unsicherheit nachvollziehbar ist, teilen wir sie im aktuellen Ausmaß nicht. Wir erwarten, dass sich das Wachstum mittelfristig als nachhaltiger und die Inflation als höher erweisen wird. Aktien und selektiv Rohstoffe bleiben damit auch in das Jahr 2022 hinein gegenüber Anleihen bevorzugt. Hohe Geldmarktfondsbestände, Anlagedruck und die Alternativlosigkeit stützen Aktien weiter. Zudem wachsen die Unternehmensgewinne stärker als die Kurse, wodurch die Bewertungen gesunken sind, und Unternehmensvorankündigungen sprechen für eine erneut positive Berichtssaison in Q4.

Richten die Märkte den Blick zunehmend auf ein weiteres solides Jahr 2022, sehen wir Chancen für eine klassische Jahresendrallye

ab Oktober/November. Wir erwarten, dass Anleiherenditen im vierten Quartal und in das Jahr 2022 wieder steigen werden, Aktien weiter zulegen werden und Zyklischer und Value nochmals in den Fokus der Anleger geraten. Bevor Risikopositionen im vierten Quartal aber weiter erhöht werden, sollten ein paar Hürden überwunden werden, vor allem die konkrete Ankündigung reduzierter Anleihekäufe durch die amerikanische Zentralbank, eine Stabilisierung in China und mit Blick auf Europa auch die Bundestagswahl in Deutschland, zumal der Oktober häufig durch erhöhte Volatilität gekennzeichnet ist. Zudem gilt es, den weiteren Verlauf der Corona-Pandemie zu beobachten.

Im Insights-Interview ab S. 14 diskutiert unser Fondsmanager Christoph Netopil, wie defensivere Multi-Asset-Strategien auf die niedrigen Renditeniveaus und die veränderten Korrelationseigenschaften von Anleihen und Aktien reagieren können und was moderne defensive Strategien heute ausmacht.

Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Chance auf Jahresendrallye und Reflations-Revival	
Volkswirtschaft	Seite 6
Kraftvoller Aufschwung mit kurzfristigem Dämpfer	
Aktien	Seite 8
Asien mit Schwung ins neue Jahr hinein	
Anleihen	Seite 10
Grundhaltung vorsichtig, doch Chancen vorhanden	
Rohstoffe	Seite 12
Stärke zyklischer Rohstoffe noch nicht vorbei	
Währungen	Seite 13
Überraschende Euro-Schwäche	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Christoph Netopil	
Impressum	Seite 16



CHANCE AUF JAHRESENDRALLYE UND REFLATIONS-REVIVAL

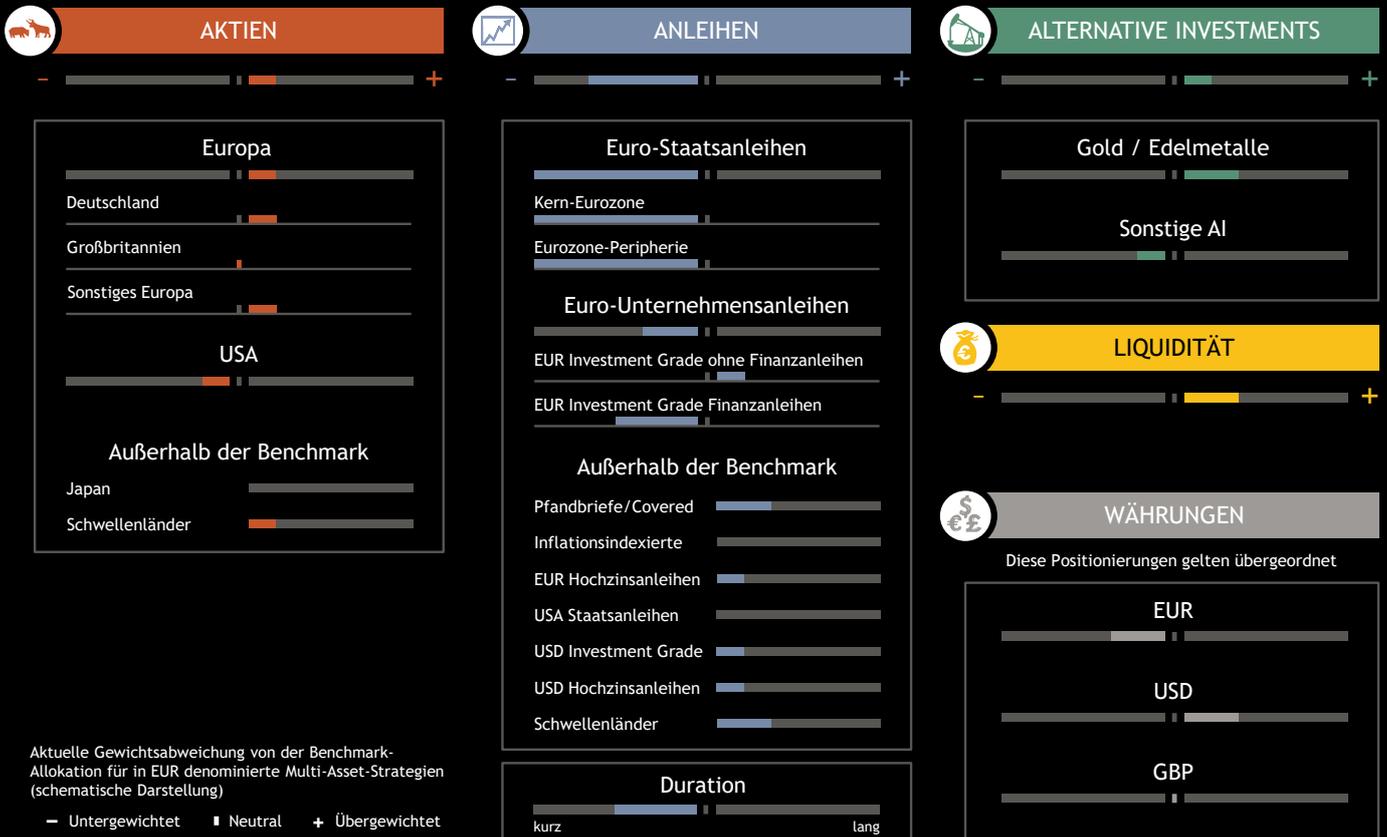
AUF DEN PUNKT

- Wachstumsbefürchtungen und die Erwartung auf Sicht rückläufiger und moderater Inflation bestimmten die Märkte im Sommer. Trotz Konjunkturdämpfer dürften Wachstum und Inflation mittelfristig nachhaltiger sein und überraschen.
- Die Erwartung eines wirtschaftlich soliden Jahres 2022, das saisonale Muster, hohe Geldmarktfondsbestände und die Alternativlosigkeit unterstützen Risikoanlagen in das neue Jahr hinein, besonders Aktien. Anleiherenditen dürften steigen.
- Kurzfristig könnten anstehende Zentralbankentscheidungen, die Schwäche in China, das Coronavirus und eine offensivere Positionierung systematischer Anleger belasten.

dieser Übergewichtung sowie unserer balancierten Aufstellung mit strategischem Fokus auf strukturelles Wachstum, taktisch ergänzt um zyklische und Value-lastige Elemente (Small Caps, UK, Rohstoffe), konnten die Portfolios profitieren. Im dritten Quartal trug insbesondere der Fokus auf Qualitäts- und Wachstumsunternehmen zum Ausbau der Outperformance bei. Mit dieser grundsätzlichen Ausrichtung der Portfolios fühlen wir uns weiterhin gut gestellt. Wir bleiben optimistisch für Risikoanlagen und sehen Chancen sowohl für eine limitierte Jahresendrallye als auch für eine Wiederbelebung der Reflationierung. Für eine deutlich offensivere Ausrichtung bräuchten wir aber mehr Klarheit über das Verhalten der Zentralbanken und die weitere Ausbreitung des Coronavirus. Staatsanleihen als sichere Häfen bleiben uninteressant. Stattdessen bevorzugen wir angesichts der hohen Inflation und der negativen Realzinsen als Diversifikator eine deutliche Position in Gold. Zumal Staatsanleihen im historischen Vergleich nur noch eine begrenzte Diversifikationswirkung bieten. Unternehmens- und besonders Schwellenländeranleihen (insbesondere China) bleiben interessanter, trotz teilweise sehr niedriger Risikoaufschläge.

Portfoliositionierung auf einen Blick

Im Juni hatten wir die Aktienquote auf ein nur noch leichtes Übergewicht reduziert, an dem wir über den Sommer festhielten. Von



Rückblick drittes Quartal - Aktien steigen trotz Risk-off-Stimmung

Eine Reihe konträrer Einflüsse prägte das dritte Quartal. Aktien legten bei nur kleinen Rückschlägen und geringer Volatilität zu. Positive Unternehmensberichte, Aufwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen, starke Aktienfondszuflüsse, Käufe systematischer Anlagestrategien, Aktienrückkäufe, Unternehmensübernahmen und die fehlende Alternative angesichts stark negativer Realrenditen am Anleihemarkt trieben die westlichen Aktienindizes von Allzeithoch zu Allzeithoch. Unter der Oberfläche dominierte aber Vorsicht. Zunehmende Wachstumsbefürchtungen, das Ende der lange anhaltenden Dominanz positiver Konjunkturüberraschungen (obere Abb. S. 5), die Corona-Delta-Welle und die Erwartung, dass die Inflation nur vorübergehend erhöht ist, trotz weiterer Inflationsüberraschungen nach oben, ließen bis in den August Anleiherenditen weiter fallen. Risikoprämien von Anleihen niedriger Qualität weiteten sich etwas aus, Schwellenländeraktien erlitten Verluste – vor allem aufgrund der Konjunkturschwäche in China und der dortigen Regulierungswelle. Bei Aktien hatten defensive Werte, Qualitäts- und Wachstumstitel die Nase vorn, zyklischere Titel und Value hatten bis weit in den August hinein das Nachsehen (mittlere Abb. S. 5). Sichere Häfen wie Gold und der US-Dollar legten zu. Eine Stabilisierung dieser Entwicklungen zeichnete sich ab der zweiten August-Hälfte ab.

Wachstum und Inflation - wohl nachhaltiger, als viele denken

An den Märkten dominiert derzeit eine Wachstumsskepsis, vereint mit der klaren Erwartung, dass die beobachtete hohe Inflation, insbesondere in den USA, ein vorübergehendes Phänomen ist. So

zeigt eine Umfrage der Bank of America, dass mehr als zwei Drittel aller Fondsmanager und Kapitalmarktstrategen den Inflationsanstieg als vorübergehend erachten. Eine gewisse Eintrübung der Wachstums- und Inflationsstimmung hatten wir zwar auch für das dritte Quartal erwartet. Nach der deutlichen Eintrübung sehen wir jetzt aber mittelfristiges Überraschungspotenzial. Lieferengpässe und die Corona-Delta-Variante dürften nur für einen kurzfristigen Wachstumsdämpfer sorgen. Das Wirtschaftswachstum dürfte auch im Jahr 2022 auf hohem, überdurchschnittlichem Niveau liegen. Investitionsausgaben der Unternehmen sowie die staatlichen Investitionsprogramme, die im Zuge der Corona-Krise beschlossen wurden, dürften zunehmend das Wachstum stützen. Die Inflation sollte sich zwar etwas beruhigen, dürfte in der mittleren Frist aber weniger stark fallen als vom Gros der Marktteilnehmer erwartet und höher bleiben als vor der Pandemie.

Chancen auf Rallye bei Aktien, Zyklikern und Value ins neue Jahr

Erweist sich das Wachstum als nachhaltiger und die Inflation als längerfristig höher, dürften in das neue Jahr hinein Anleiherenditen wieder steigen – sie scheinen im August bereits den Boden gefunden zu haben – und Reflationsszenarien wiederbelebt werden (mittlere Abb. S. 5). Diese Erwartung passt auch zur klassischen Saisonalität. Historisch betrachtet war Oktober/November mit Blick auf die nachfolgenden drei Monate der beste Zeitraum, um Aktien zu kaufen (untere Abb. S. 5). In ein neues Kalenderjahr hinein herrscht bei Anlegern häufig ein höherer Risikoappetit und Anlagen wie Aktien, Small Caps und Mid Caps, Zykliker und Value bei Aktien, aber auch Hochzinsanleihen entwickeln sich besser als

EM-Aktien schwächeln in Q3, Aktien aus den Industrieländern und weniger riskante Anlagen wie Gold, Anleihen und US-Dollar legen zu

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q3 21 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.*
	■ YTD (31.12.20-14.09.21)	■ Q3 21 (30.06.21-14.09.21)	14.09.20	14.09.19	14.09.18	14.09.17	14.09.16		
Brent	1,1	55,2	88,3	-40,7	-14,4	52,7	3,0	8,5	37,1
S&P 500	3,9	23,6	33,8	7,0	11,0	21,2	13,5	16,9	19,8
Stoxx Europa 50	2,2	17,5	22,7	-4,3	10,3	-0,1	14,2	8,1	15,4
DAX	1,2	14,6	19,2	5,8	2,8	-3,3	20,8	8,7	18,7
MSCI EM	-4,9	5,4	20,2	2,7	7,6	-2,3	20,4	9,3	15,8
EM-Staatsanleihen	4,2	2,0	4,5	-2,1	17,4	-2,5	0,5	3,3	8,0
USD/EUR	3,5	0,5	0,5	-6,7	5,0	2,6	-5,6	-1,0	6,6
Euro-Unternehmensanleihen	0,1	0,6	2,0	0,6	5,9	-0,1	0,8	1,8	2,4
Eonia	-0,3	-0,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	0,0
Euro-Staatsanleihen	-0,5	0,5	0,3	0,3	5,2	-0,4	-0,5	0,9	2,0
US-Staatsanleihen	-0,7	0,0	-3,8	0,0	12,1	0,6	-5,4	0,5	6,1
Gold	-1,6	2,4	-7,3	22,7	30,8	-7,9	-5,1	5,4	11,9

Zeitraum: 14.09.2016-14.09.2021

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



ihre defensiveren Peers. Der wesentliche Grund ist der häufig optimistische Blick in das kommende Kalenderjahr mit im Konsens deutlich positiven Wachstumserwartungen für Wirtschaft und Gewinne. Es spielen aber auch neue Risikobudgets und saisonale Anlageflüsse eine Rolle. Die Ausnahmen bestätigen wie so häufig die Regel, aber für dieses Jahr stehen die Chancen auf die klassische Saisonalität aus unserer Sicht gar nicht schlecht. Insbesondere dann, wenn die Unsicherheit über die geldpolitische Wende der Fed hinter uns liegt und die Märkte nicht weiter befürchten müssen, dass die Fed das Wachstum zu schnell durch zu restriktive Maßnahmen belasten könnte. Die fundamentale Situation bleibt gut: Unternehmensgewinne wachsen stark, die Vorankündigungen der Unternehmen sprechen für eine weitere erfreuliche Berichtssaison im vierten Quartal und die Bewertungen sinken, da die Gewinne stärker steigen als die Kurse. Zudem hat sich die Anlegerstimmung über den Sommer eingetrübt, es herrscht kein ausgeprägter Optimismus mehr.

Offensivere Aufstellung systematischer Strategien eines der Risiken

Wie fast immer gibt es auch Risiken. Neben einer zu restriktiven Fed könnten auch das Wachstum in China, die weitere Verbreitung der Corona-Delta-Variante (oder weiterer Varianten) sowie geopolitische Risiken den positiven Blick in das Jahr 2022 stören. Zudem ist nicht nur die Positionierung von diskretionären Anlegern bei Risikoanlagen überdurchschnittlich ausgeprägt, sondern auch systematische Anlagestrategien sind angesichts der jüngst niedrigen realisierten Volatilität und einer kurzfristig wieder stärker negativen Korrelation von Aktien und Staatsanleihen etwas offensiver geworden. Gibt es einen Auslöser, ist das Potenzial für eine größere Korrektur nun wieder größer – auch wenn wir einen Abverkauf von mehr als 10% weiter für unwahrscheinlich erachten.

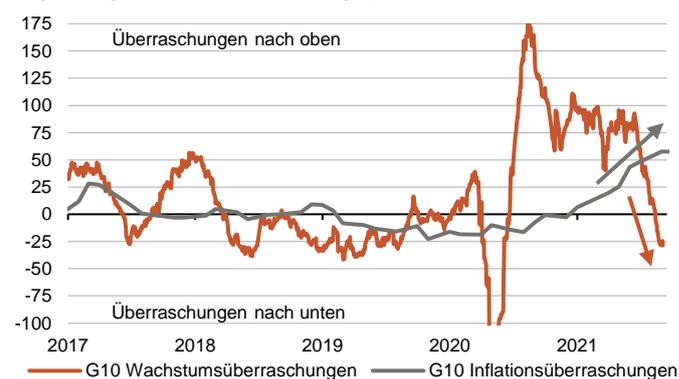
Finanzielle Repression bleibt und stützt Aktien und Rohstoffe

In dem von uns erwarteten Umfeld bevorzugen wir Aktien und selektiv Rohstoffe auch in das Jahr 2022 hinein klar gegenüber Anleihen. Risikopositionen sollten aber frühestens im Laufe des Oktobers, der häufig durch erhöhte Volatilität gekennzeichnet ist, und insbesondere erst nach der Ankündigung reduzierter Anleihekäufe durch die amerikanische Zentralbank weiter ausgebaut werden. Denn für die Finanzmärkte sind der genaue Zeitpunkt und die Details des „Tapering“ sehr relevant. Aus diesem Grund halten wir vorerst fest an der bestehenden kleinen bis moderaten Übergewichtung von Aktien und unserem Fokus auf Wachstumstitel einerseits und selektiv Reflationsgewinnern andererseits.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Inflation überraschte weiter nach oben, Wachstum enttäuschte

Indizes gewichteter Wachstums- und Inflationsüberraschungen (Datenrealisierung im Vergleich mit Konsenserwartungen) der letzten drei Monate

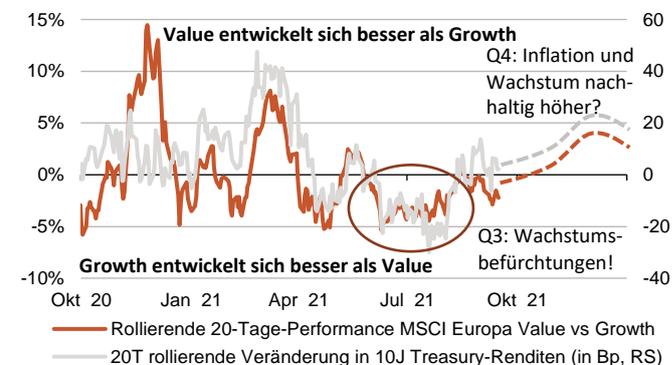


Zeitraum: 01.01.2017-14.09.2021

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Folgt der Growth-Outperformance in Q3 ein Reflations-Revival in Q4?

Relative Entwicklung von Valueaktien ggü. Wachstumsaktien in Europa und Entwicklung der Renditen amerikanischer Staatsanleihen



Zeitraum: 01.10.2020-31.12.2021, Stand: 14.09.2021

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Vorteilhaftes saisonales Muster für Aktien voraus

Durchschnittliche Rendite des S&P 500 in den folgenden drei Monaten in Abhängigkeit vom Investitionszeitpunkt im Kalenderjahr



Zeitraum: 01.01.1928-31.12.2020

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



KRAFTVOLLER AUFSCHWUNG MIT KURZFRISTIGEM DÄMPFER

AUF DEN PUNKT

- Weltwirtschaft: Lieferengpässe und die Delta-Welle bremsen kurzfristig den Aufschwung – Ausblick 2022 positiv.
- Sondereffekte treiben die Inflation in 2021 – Normalisierung im Jahr 2022, langsamer Aufwärtstrend danach.
- Notenbanken bereiten die Wende vor – aber langsam.

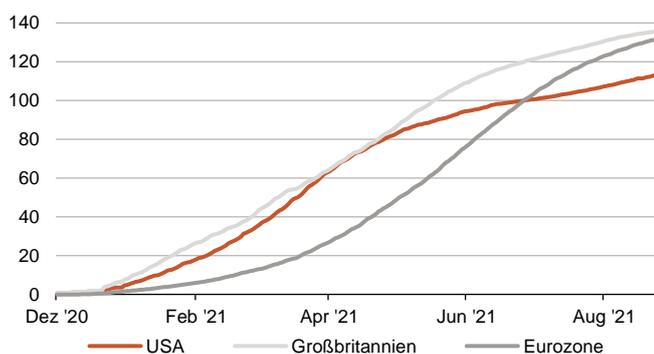
Dämpfer für die Konjunktur

Nach einem Wachstumsspur in Frühling und Sommer verliert die Weltkonjunktur derzeit etwas an Schwung. Die Delta-Welle der SARS-CoV-2-Infektionen trübt die Stimmung der Verbraucher und in Teilen des Dienstleistungsgewerbes in vielen Ländern. Lieferengpässe behindern das Wachstum in der Industrie. In einigen Bereichen verhindert ein Mangel an Arbeitskräften eine rasche Ausweitung des gesamtwirtschaftlichen Angebots. In China und einigen anderen Ländern am Pazifik kommen die Folgen regionaler Lockdowns dazu.

Zwar unterscheidet sich die Situation in einzelnen Ländern erheblich. In den USA und Großbritannien grassiert die Pandemie derzeit stärker als in der Eurozone. Andererseits treffen die globalen Lieferengpässe besonders die industrie- und ausfuhrlastigen Länder Kerneuropas. Insgesamt drehen wesentliche Frühindikatoren der Konjunktur nahezu überall in der entwickelten Welt und in vielen Schwellenländern etwas nach unten.

Fortschritt der Impfungen gegen Covid-19

Gesamtzahl der Impfungen, je 100 Personen



Zeitraum: 20.12.2020-13.09.2021
Quelle: Our World in Data

Allerdings handelt es sich um eine Korrektur auf sehr hohem Niveau. Trotz eines leichten Rückschlages im August weisen beispielsweise die Einkaufsmanagerindizes für die USA und Europa weiterhin auf ein überdurchschnittliches Wachstum hin. Zudem steigt die Beschäftigung auf beiden Seiten des Atlantiks kräftig an. Auf Dauer wird dies die Einkommen und den Konsum der privaten Verbraucher weiter anschieben, auch wenn manche Verbraucher sich angesichts der aktuellen Infektionswelle mit einigen Ausgaben zurückhalten dürften. Kurzfristig sind die Risiken für unsere Konjunkturprognosen eher nach unten gerichtet. Für 2022 gilt das allerdings nicht. Wir sehen sogar die Chance, dass das Wachstum im kommenden Jahr positiv überraschen kann.

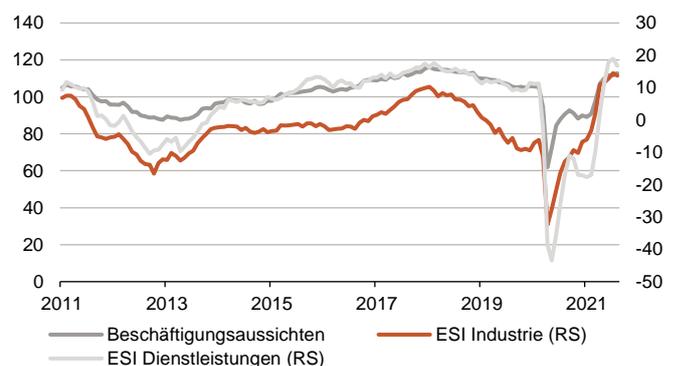
Kurzfristige Risiken - langfristige Chancen

Die aktuellen Probleme sind zumeist kurzfristiger Natur. Die Preise für Transportleistungen und für knappe Vorprodukte wie Halbleiter sind so hoch, dass sie Unternehmen und Staaten einen großen Anreiz geben, das Angebot so rasch wie irgend möglich auszuweiten. Bei Halbleitern kann dies dauern. Aber auch dort kann sich mit dem Ende des ersten großen Wiederaufbaus industrieller Lagerbestände die Lage etwas entspannen. Sobald knappe Vorprodukte verfügbar sind, könnte beispielsweise die Industrie einen großen Produktionssprung erleben. Es ist sogar denkbar, dass – nach dem Muster eines üblichen „Schweinezyklus“ – es in einigen Jahren ein Überangebot gibt.

In Großbritannien, den USA und Japan sowie einigen Schwellenländern hat sich die besonders ansteckende Delta-Variante des Coronavirus im Juli und August rasch ausgebreitet. In der Euro-

Beschäftigungserwartungen und Geschäftsklima im Euroraum

Index, langfristiges Mittel = 100, ESI: Economic Sentiment Indicator



Zeitraum: 01.01.2011-31.08.2021
Quelle: Eurostat



zone geht dagegen die Zahl der Neuinfektionen eher seitwärts, da der Anstieg der Inzidenz in Deutschland bisher durch einen Rückgang vor allem in Spanien und Frankreich ausgeglichen wird. Aber auch in Großbritannien und den USA zeigt sich, wie sehr das Impfen wirkt. Die Zahl der schwer erkrankten Menschen und der Todesfälle ist zwar sichtbar gestiegen, aber weit weniger als in früheren Wellen der Pandemie. Die Lage im Gesundheitswesen hat sich etwas von der Inzidenz abgekoppelt. Entsprechend prägen Sorgen über die Pandemie auch die Stimmung der Unternehmen und Verbraucher weit weniger als zuvor.

Impfen wirkt: trotz Delta-Welle keine neuen Lockdowns in den USA und Europa

In den USA, wo die Impfquote mittlerweile weit hinter dem Fortschritt in Europa zurückgeblieben ist, steigert die angespannte Lage in Teilen des Gesundheitswesens offenbar seit Mitte Juli wieder die Impfbereitschaft. Insgesamt spricht weiterhin vieles für die Annahme, dass Europa und die USA neue konjunkturschädliche Lockdowns vermeiden können.

Das zweite Thema des Jahres: Inflation

Neben dem Ausblick für die Konjunktur rückt das Thema Inflation immer mehr in den Vordergrund. Derzeit sorgen eine Reihe von Sonderfaktoren für einen kräftigen Anstieg der Inflationsraten. Neben dem Auslaufen des deutschen Mehrwertsteuerrabatts und der ausgeweiteten Abgabe für CO₂-Emissionen in Deutschland schlagen in Europa und global vor allem die hohen Transportkosten für Güter sowie Lieferengpässe zu Buche. Dazu

kommt der Basiseffekt der vom März bis November 2020 außerordentlich niedrigen Ölpreise. Angesichts hoher Nachfrage haben zudem viele Dienstleister ihre Preise beim Wiederöffnen der Kneipen, Restaurants und Hotels angehoben. Deshalb ist die Inflationsrate in der Eurozone im August auf 3% hochgeschneit. In den USA hat sie im Juni und Juli sogar 5,4% erreicht.

Der kräftige Anstieg der Inflation wird nicht von Dauer sein. Basiseffekte laufen naturgemäß wieder aus. Der Mangel an Containern, der zu den hohen Transportkosten beiträgt, dürfte sich spätestens nach dem Weihnachtsgeschäft beheben lassen. Nach einem Rückgang der Inflationsraten, beispielsweise auf 1,5% im Sommer 2022 in der Eurozone, dürfte der langfristige Inflationsdruck im Zeitablauf aber zunehmen, getrieben vor allem durch einen Mangel an Arbeitskräften und höheren Lohndruck.

Zentralbanken rudern nur langsam zurück

Nach Jahren sehr niedriger Inflation wollen die Notenbanken zunächst nur verhalten auf den Anstieg der Inflation reagieren. Wir erwarten, dass die Fed vor Ende des Jahres beginnt, ihre Anleihekäufe zurückzuführen. Auch die EZB dürfte das Tempo etwas drosseln. Höhere Leitzinsen stehen vorerst nicht auf der Agenda. Allerdings dürfte die Inflation unseres Erachtens weiterhin über den derzeitigen Prognosen dieser Zentralbanken liegen. Deshalb rechnen wir damit, dass die Fed im zweiten Halbjahr 2022 ihre Leitzinsen zweimal um je 25 Basispunkte anheben wird. Die EZB dürfte mit einem ersten solchen Schritt Ende 2023 folgen.

Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt

Wachstums- und Inflationsprognosen

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

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.
 ** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 14.09.2021.



ASIEN MIT SCHWUNG INS NEUE JAHR HINEIN

AUF DEN PUNKT

- Unternehmensgewinne dürften nächstes Jahr erneut zulegen, die Wachstumsraten aber abnehmen.
- US-Titel sind historisch teuer. Daran dürfte sich aufgrund des Niedrigzinsumfelds und vermehrt bewertungsinsensitiver Anleger so schnell nichts ändern. Wachstum bleibt somit gefragt. Asiatische Aktien mit Aufholpotenzial.
- Wir bleiben in das neue Jahr hinein konstruktiv für Aktien. Eine deutliche Korrektur erachten wir als unwahrscheinlich.

Aktien in Q3 mit neuen Allzeithochs

Starke Unternehmensgewinne, Überschussliquidität und die Alternativlosigkeit sorgten für freundliche Aktienmärkte. Die von vielen Anlegern befürchtete Sommerkorrektur ist somit ausgeblieben. Stattdessen wurden neue Allzeithochs vermeldet, vor allem bei US-Aktien. Am besten entwickelten sich jedoch im dritten Quartal japanische Aktien, beflügelt durch den Rücktritt von Premierminister Yoshihide Suga, und europäische Small Caps. Geholfen hat dabei die Wiederöffnung der Wirtschaft in Europa im Zuge des Impffortschritts. Asien ex Japan war der große Underperformer in Q3, vor allem chinesische Aktien gaben aufgrund von Wachstums- und Regulierungssorgen deutlich nach.

Normalisierung des Gewinnwachstums nächstes Jahr

Die Analysten haben ihre Gewinnschätzungen im Einklang mit der starken Q2-Berichtssaison nach oben revidiert. Der

Konsensus erwartet einen Gewinnanstieg von 43% für 2021 für die Industrienationen und von 51% für die Schwellenländer – die Spreizung zwischen den Regionen ist allerdings groß. Für die Schweiz rechnen die Analysten mit einem Gewinnwachstum von gut 10%, für Lateinamerika von ca. 240%. Für nächstes Jahr wird dann eine homogenere und normalere Unternehmensgewinnentwicklung antizipiert, die sich in Konsensus-Gewinnwachstumsprognosen von -4% bis 11% niederschlägt. Der Konsensus ist dabei vor allem optimistisch für asiatische Länder. Auch wenn die Vorankündigungen der Unternehmen nochmals eine positive Berichtssaison erwarten lassen, dürfte es nach all den positiven Gewinnrevisionen der letzten Monate für die Unternehmen schwieriger werden, die Erwartungen deutlich nach oben zu übertreffen – vor allem auch vor dem Hintergrund, dass Rohstoff-, Transport- und auch Personalkosten weiterhin eine steigende Tendenz zeigen.

US-Bewertungen bleiben durch preisinsensitive Anleger unterstützt

US-Aktien gehören auch dieses Jahr zu den stärksten Aktienmärkten weltweit. Steigende Unternehmensgewinne, gepaart mit anziehenden Aktienrückkaufprogrammen, haben dabei ebenso wie die äußerst expansive Geldpolitik der Fed geholfen. US-Aktien profitieren aber auch von vielen Trends: Passive, thematische und ESG-Investments begünstigen allesamt vor allem US-Techtitel, die sich häufig mit einer großen Gewichtung in den entsprechenden Indizes befinden. Neu hinzugekommen ist zuletzt der stärker werdende Einfluss von Optionsgeschäften seitens der US-Privatanleger, die ebenfalls stark auf US-Techtitel setzen. Entsprechend hoch sind US-Aktien bewertet. Die größer werdende Nachfrage von bewertungsinsensitiven Marktteilnehmern sorgt dafür, dass

Die meisten Aktienmärkte legten in Q3 weiter zu, insbesondere japanische Aktien und europäische Small Caps

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q3 21 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	YTD (31.12.20-14.09.21)	Q3 21 (30.06.21-14.09.21)	14.09.20 14.09.21	14.09.19 14.09.20	14.09.18 14.09.19	14.09.17 14.09.18	14.09.16 14.09.17			
MSCI EM Osteuropa	8,3	31,7	47,7	-20,4	26,2	2,8	22,1	1,2	6,6	7,9
S&P 500	3,9	23,6	33,8	7,0	11,0	21,2	13,5	4,4	1,4	21,9
Stoxx Europa Zyklisch	5,5	23,0	38,2	-4,5	1,9	-0,2	25,7			
Stoxx Europa Small 200	6,5	22,7	38,6	0,4	2,4	6,0	19,6	2,0	2,1	27,9
Euro Stoxx 50	3,3	19,9	28,6	-4,6	9,1	-2,6	22,0	2,1	2,7	17,7
MSCI USA Small Caps	-2,2	19,6	47,6	-7,9	0,5	24,2	12,2	2,1	1,4	23,3
MSCI Großbritannien	1,7	18,0	30,7	-19,9	5,6	3,5	9,1	1,7	4,4	12,0
Stoxx Europa 50	2,2	17,5	22,7	-4,3	10,3	-0,1	14,2	2,5	3,2	16,2
Topix	10,8	16,3	26,8	0,5	3,8	9,2	11,2	1,4	2,0	15,5
DAX	1,2	14,6	19,2	5,8	2,8	-3,3	20,8	1,8	2,8	14,5
Stoxx Europa Defensiv	2,8	14,6	18,0	-2,6	9,0	4,7	7,5			
MSCI EM Asien	-6,3	2,5	17,0	12,1	4,4	0,7	21,4	2,0	2,1	15,1

Zeitraum: 14.09.2016-14.09.2021

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



die Bewertungen insbesondere für US-Aktien ambitioniert bleiben. Daran dürfte sich so schnell nichts ändern, sollten die US-Anleiherenditen nicht schnell und stark wider Erwarten ansteigen. Im Gegensatz dazu haben sich Schwellenländeraktien (vor allem China) deutlich vergünstigt, trotz positiver Unternehmensergebnisse. Der Markt preist nun eine deutlich höhere Risikoprämie aufgrund der Regulierungsunsicherheit in China ein, das heißt aber auch, dass bei einer abnehmenden Unsicherheit diese Aktien deutliches Aufholpotenzial haben. Die starke Performance von Indien dieses Jahr und die zuletzt bessere Entwicklung von Japan zeigen, dass das Preismomentum für Asien sich zuletzt verbessert hat.

Aktien mit positiver Renditeerwartung ins neue Jahr

Nach der starken YTD-Performance und damit einhergehend den höheren Bewertungslevels sind viele Marktteilnehmer zuletzt vorsichtiger geworden und haben sich über den Optionsmarkt nach unten abgesichert – nicht zuletzt auch vor dem Hintergrund, dass es eine Vielzahl von Risiken (Tapering, Covid-19, China etc.) gibt. Jedoch gibt es eigentlich nie keine Risiken. Und wenn viele Investoren eine stärkere Korrektur erwarten und entsprechend positioniert sind, dann bleibt diese in der Regel aus. Der Markt fällt umso stärker, je mehr Anleger auf dem falschen Fuß erwischt werden. Vor diesem Hintergrund bleiben wir auch ins neue Jahr hinein konstruktiv, zumal wir Konjunkturrückenwind für nächstes Jahr erwarten und Anleihen für viele Anleger keine Renditealternative darstellen. Aufholpotenzial dürften vor allem asiatische Aktien haben.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

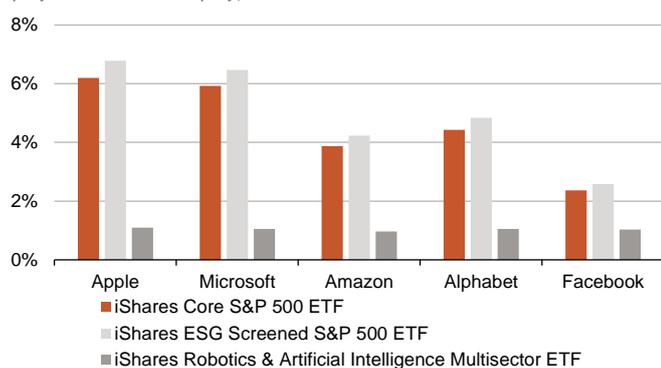
Von Kostendruck und Preismacht

Im dritten Quartal fanden die zuvor noch vereinzelt Warnungen vor Inflation ein breites Echo. Über fast alle Sektoren hinweg berichteten uns Unternehmen vom spürbaren Kostendruck. Der sei nicht nur getrieben von den erheblichen und anhaltenden Lieferengpässen. Ebenfalls belastend wirken zum Teil massiv zunehmende Materialkosten, aber auch Personalkosten. In den meisten Fällen wird dies die Profitabilität belasten. Die von uns investierten Unternehmen tendieren allerdings dazu, ihre Preismacht auszunutzen und die Kosten direkt an den Endkunden weiterzugeben. So hörten wir zum Beispiel aus der Sportartikelindustrie, dass man auf die erhöhten Kosten entsprechend mit Preiserhöhungen reagieren wolle, und auch die führenden Teilnehmer der Halbleiterindustrie haben nicht vor, auf den höheren Kosten sitzen zu bleiben. Das selbstbewusste Auftreten der Unternehmen spiegelt natürlich auch ein weiterhin außergewöhnliches Nachfrageumfeld wider. So berichtete die Luxusgüterindustrie zum Beispiel von einer ungebrochen starken Kaufkraft aus China, aber auch hierzulande ist der wirtschaftliche Aufschwung nicht zu übersehen. Im dritten Quartal setzte sich daher auch die seit Anfang des Jahres schon starke Erholung der Medienbranche weiter fort. Auch in dieser Branche wird man über Preiserhöhungen reden.

Matthias Born, CIO Aktien

US-Megacaps profitieren von ETF-Zuflüssen

Gewichte ausgewählter US-Aktien in verschiedenen ETFs (Alphabet = GOOG US Equity und GOOGL US Equity)



Stand: 01.09.2021
Quelle: iShares, Berenberg

Prognoseübersicht: Aktien mit begrenztem Aufwärtspotenzial

Indexprognosen	Aktuell			In 12 Monaten
	14.09.2021	30.06.2022	31.12.2022	
S&P 500	4.443	4.600	4.700	4.963
DAX	15.723	16.500	17.000	18.703
Euro Stoxx 50	4.192	4.400	4.600	4.752
MSCI UK	1.970	2.100	2.150	2.278
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	3,5	5,8	11,7
DAX	-	4,9	8,1	19,0
Euro Stoxx 50	-	5,0	9,7	13,4
MSCI UK	-	6,6	9,1	15,6

* Durchschnitt, Konsens per 14.09.2021.
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



GRUNDHALTUNG VORSICHTIG, DOCH CHANCEN VORHANDEN

AUF DEN PUNKT

- Die Renditen sicherer Staatsanleihen nehmen nach einem Zwischentief im Sommer ihren steigenden Trend wieder auf.
- Bei Unternehmensanleihen nehmen wir angesichts hoher Bewertungen eine defensive Positionierung ein.
- Bei Schwellenländerpapieren sehen wir in hochverzinslichen Staatsanleihen weiteres Aufwärtspotenzial.

Ein Potpourri aus Themen bewegt die Anleihemärkte

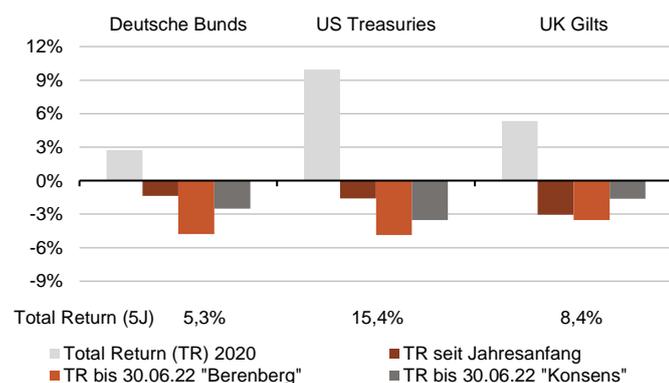
Obwohl die Konjunkturüberraschungen ihren Gipfel bereits überschritten zu haben scheinen, setzt sich die Normalisierung der Wirtschaftslage weltweit fort. Die Kaufprogramme der Zentralbanken werden auch angesichts mehrjähriger Inflationshochs (vorerst) weitgehend unverändert fortgeführt, und auch das Coronavirus ist trotz steigender Impfquoten noch nicht nachhaltig auf dem Rückmarsch. In dieser Gemengelage ist unsere Grundhaltung gegenüber Anleihen eine vorsichtige. Dennoch erkennen wir auch Bereiche mit Aufwärtspotenzial – der differenzierte Blick auf die einzelnen Anleihesegmente bleibt unerlässlich.

Staatsanleihen: Reflationierung lässt Renditen wieder steigen

Was Mitte des zweiten Quartals bereits begonnen hatte, setzte sich im dritten fort, nämlich die Umkehr des in den Monaten zuvor steigenden Renditetrends. Deutsche Bundesanleihen, aber auch britische und US-Staatspapiere rentierten im Sommer phasenweise um rund einen halben Prozentpunkt niedriger als zu ihren jeweili-

Sichere Staatsanleihen: Verluste seit Jahresbeginn und voraus

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



Zeitraum: Zeitraum: 14.09.2016-14.09.2021

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

gen Höchstständen im Frühling. Den erneuten Wendepunkt, diesmal auf der Unterseite, dürften wir allerdings im August gesehen haben. Bis zum Jahresende erwarten wir wieder anziehende Renditen. Auch wenn die Konjunktur einen kurzfristigen Dämpfer erlebt, erachten wir die Wachstumssorgen im Markt als übertrieben. Auch die aktuell hohen Preissteigerungsraten sollten sich nur schrittweise zurückbilden. Zudem verfolgt die EZB seit ihrer Strategieanpassung im Juli ein *symmetrisches* Inflationsziel von 2% – ein gegenüber der bisherigen Marke von nahe, aber *unter* 2% leicht gelockterter Ansatz. Auch dürfte die Fed ihre Anleihekäufe nur vorsichtig zurückfahren. Steigende Nominalrenditen im Zuge der zunächst anhaltenden Reflationstendenzen sind somit wahrscheinlich. Die Folge: Von sicheren Staatsanleihen erwarten wir auf Sicht Kursverluste und eine negative Gesamtentwicklung.

Unternehmensanleihen: Wie viel besser kann es noch werden?

Der Blick in den Rückspiegel bestätigt, dass Unternehmensanleihen über den Sommer eine wertstiftende Investition waren. Trotz nahezu unveränderter Risikoaufschläge lieferten sowohl Papiere aus dem Investmentgrade-Segment als auch Hochzinsanleihen positive Wertbeiträge – dank sinkender Marktzinsen bzw. attraktiver Effektivverzinsung. Kann es noch besser werden? Gute Unternehmensergebnisse sprechen dafür. Zudem wird die verbesserte Profitabilität nach wie vor zu Bilanzreparaturen genutzt, während ein Übermaß an Investitionen oder Übernahmeaktivitäten noch nicht erkennbar ist, auch wenn wir hier zukünftig mehr erwarten. Rückläufige Neuemissionen im Investmentgrade-Bereich unterstützen zudem den Nachfrageüberhang. Ein perfektes Umfeld, wären da nicht die historisch hohen Bewertungen, die auf den aktuellen

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zur Jahresmitte und zum Jahresende 2022

	14.09.2021	30.06.2022		31.12.2022	
	Aktuell				
USA					
Leitzins	0,00-0,25	0,00-0,25	0,25	0,25-0,50	0,35
10J US-Rendite	1,29	2,00	1,85	2,30	2,02
Eurozone					
Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10J Bund-Rendite	-0,34	0,10	-0,04	0,40	0,00
Großbritannien					
Leitzins	0,10	0,10	0,20	0,50	0,30
10J Gilts-Rendite	0,74	1,25	1,04	1,50	1,15

* Durchschnitt, Konsens per 14.09.2021.

Quelle: Bloomberg



Zins- und Spreadniveaus kaum noch Kursfantasie zulassen. Die Abbildung unten links zeigt, dass sich sowohl die Risikoprämien als auch die Renditen nahe oder auf dem Tiefstand der letzten zehn Jahre befinden. Angesichts dieser ambitionierten Bewertung bleiben wir verhältnismäßig defensiv positioniert, womit wir ebenfalls potenziellen Risiken Rechnung tragen. Diese bestehen beispielsweise in deutlich steigenden Zinsen und Volatilitäten als Folge einer möglichen Misskommunikation der Zentralbanken, in überschießenden Inflationszahlen oder den Unsicherheiten rund um die Corona-Delta-Variante. Wir wählen vergleichsweise kurze bis mittlere Laufzeiten und sind speziell mit Beimischungen von Hochzinsanleihen vorsichtig. Liquidität würden wir erst auf attraktiveren Einstiegsniveaus opportunistisch in Unternehmensanleihen investieren.

Schwellenländer: hochverzinsliche Staatsanleihen weiter bevorzugt

Während sowohl Hart- als auch Lokalwährungspapiere der Schwellenländer in der ersten Hälfte des abgelaufenen Quartals noch seitwärts tendierten, stiegen sie in der zweiten deutlich an. Positive technische Faktoren, wie beispielsweise ein geringes Primärmarktangebot, prägten dieses Bild. Auch etwas schwächere Kapitalflüsse auf der Nachfrageseite konnten die Anlageklasse nicht aus der Bahn werfen. Trotz der zuletzt positiven Marktbeziehung erachten wir die aktuellen Renditeniveaus für Staats- wie Unternehmenspapiere aus den Schwellenländern weiterhin als attraktiv. Während unsere präferierte Sub-Anlageklasse der hochverzinslichen Staatsanleihen in den Sommermonaten zunächst noch allein von der auskömmlichen laufenden Verzinsung lebte, ent-

sprach die jüngste Einengung der Risikoprämien unseren Erwartungen. An ihnen halten wir auch im vierten Quartal fest, denn noch sind die Renditeaufschläge deutlich von ihren Niveaus vor der Corona-Krise entfernt (siehe Abb. unten rechts). Dieser Bewertungsvorteil sowie die spürbar geringere Sensitivität gegenüber US-Zinsbewegungen verspricht für den Rest des Jahres im Vergleich zu Staatspapieren aus dem Investmentgrade-Segment höheres Potenzial. Angesichts der in vielen Schwellenländern gestiegenen Zinsen, gepaart mit der Erwartung nicht sprunghaft anziehender US-Realrenditen, bleiben wir ebenfalls bei unserer Empfehlung für Lokalwährungsanleihen als Portfoliobeimischung.

Fazit: Vorteil Schwellenländer

Sofern sich keine aus heutiger Sicht unerwarteten Risiken manifestieren (beispielsweise erneute flächendeckende Lockdowns infolge der Corona-Delta-Variante), dürften Reflationierung und steigende Nominalrenditen sichere Staatsanleihen belasten und zu Verlusten führen. Im Segment europäischer Unternehmensanleihen bewegen sich Renditen und Risikoprämien auf bzw. nahe ihrem Zehnjahrestief und mahnen entsprechend zur Vorsicht – erst nach Erreichen wieder höherer Niveaus halten wir hier neue Engagements für opportun. Was bleibt? Die Antwort lautet „Schwellenländeranleihen“, insbesondere hochverzinsliche Staatspapiere. Sie bieten attraktive Renditeaufschläge, die zudem weiteres Einengungspotenzial möglich erscheinen lassen. Lokalwährungsanleihen profitieren zudem von in vielen Schwellenländern zuletzt gestiegenen Zinsen und eignen sich als Beimischung.

Martin Mayer, Senior Portfolio Manager Multi Asset
Christian Bettinger, Leiter Fixed Income Euro Flexibel
Robert Reichle, Leiter Fixed Income Global & Emerging Markets

Unternehmensanleihen: Rendite am Tiefpunkt des Jahrzehnts

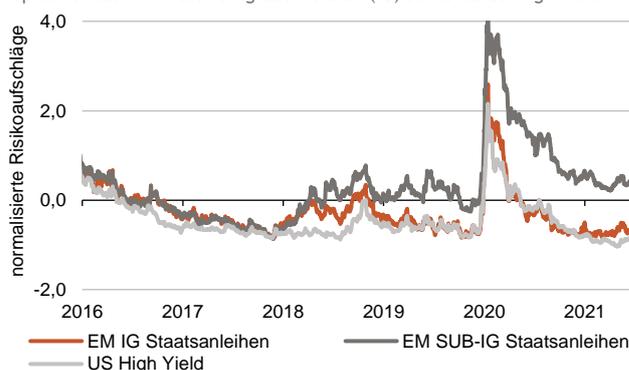
Sowohl die Risikoaufschläge als auch die Renditen von Unternehmenspapieren sind mit Blick auf die vergangenen zehn Jahre aktuell nahe oder auf Tiefstand



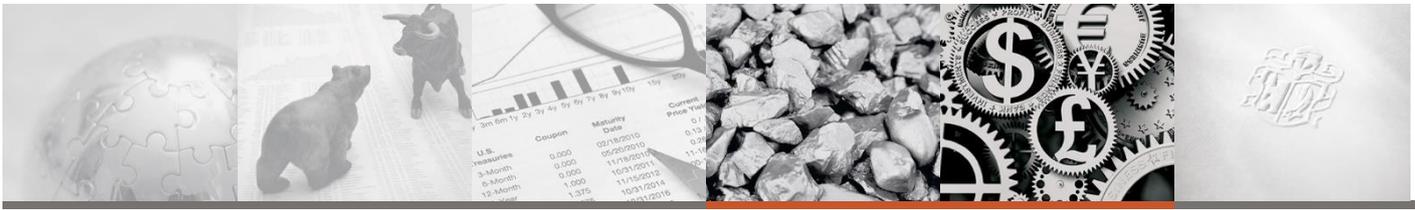
Zeitraum: 14.09.2011-14.09.2021
Quelle: Bloomberg, ICE, eigene Berechnung

Schwellenländer: Potenzial in hochverzinslichen Staatspapieren

Im hochverzinslichen Segment (Sub-IG) bieten Staatsanleihen spürbar höhere Risikoprämien als im Investmentgrade-Bereich (IG) sowie als US-High-Yield



Zeitraum: 13.09.2006-13.09.2021, Quelle: Bloomberg
Darstellung: historischer Z-Score, Betrachtungszeitraum 15 Jahre



STÄRKE ZYKLISCHER ROHSTOFFE NOCH NICHT VORBEI

Angebotsdefizit bei Öl stützt bis zum Jahresende

Auf die fulminante Ölpreis-Rallye seit Jahresbeginn folgte nun im dritten Quartal die Konsolidierung. Der Gegenwind kam dabei von zwei Seiten. Zum einen erhöhte die OPEC+ sukzessive ihre Produktion. Zum anderen kam es zu einer spürbaren Verlangsamung der Nachfragerholung, nachdem sich Aufholeffekte größtenteils materialisiert hatten. Insgesamt bewegte sich Öl volatil seitwärts. Sorgen über eine weitere virusinduzierte globale Nachfrageschwäche brachten den Ölpreis zwar mehrmals zu Fall, erwiesen sich jedoch immer wieder als unbegründet. Kurzfristig könnte es allerdings schwierig bleiben, denn der Oktober ist typischerweise ein schlechter Monat für Öl, da er einerseits das Ende der Hurrikan-Saison markiert und andererseits die ölintensiven Wintermonate erst noch bevorstehen. Bis zum Jahresende dürfte aber das vorherrschende Angebotsdefizit anhalten und beim Ölpreis für leichten fundamentalen Aufwind sorgen.

Gold fehlt (noch) der fundamentale Treiber

Auch Gold bewegte sich in Q3 volatil seitwärts. Angesichts neuer Negativrekorde der Realzinsen hätte man mehr Potenzial beim sicheren Hafen vermuten können. Allerdings belastete einerseits ein starker Dollar und andererseits scheint sich Gold auf eine restriktivere Fed, ergo steigende Realzinsen, bereits vorzubereiten. Leichte Abflüsse bei Gold-ETFs bestätigen dieses Bild. Auch wir erwarten von der Zinsseite eher eine Belastung für Gold. Da das Edelmetall aber einen gewissen Zinsanstieg vorwegnimmt, dürfte auch das Abwärtspotenzial begrenzt bleiben. Bisher fehlt ein guter, fundamentaler Grund für wieder steigende Kurse, sodass die vorherrschende Meinung der Investoren zu sein scheint, sie bräuchten aktuell kein Gold. Risiken wie ein erneutes Aufflammen geopolitischer Konflikte (zum Beispiel USA–China) rückten mit der Corona-Pandemie in den Hintergrund und bergen Überraschungspotenzial. Wir halten deshalb an unserer Gold-Position weiter fest.

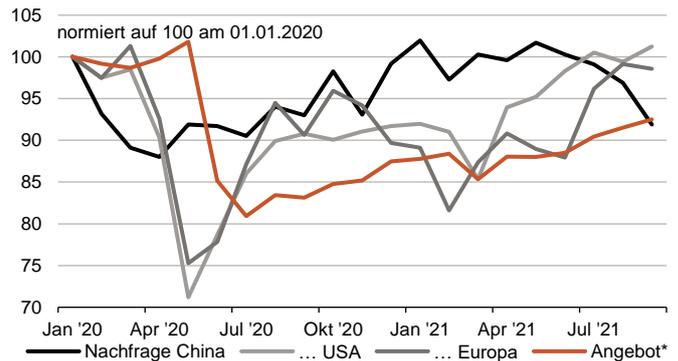
Ohne Industriemetalle geht nichts - Nachfrage bleibt hoch

Industriemetalle litten in den vergangenen Monaten unter der Abkühlung des Reflations-Trades. Tapering-Diskussionen, ein gestiegener US-Dollar und maue Konjunkturzahlen aus China belasteten. Die zugrundeliegenden fundamentalen Treiber bleiben aber bei den meisten Metallen intakt. Die Auftragslage der Industrie bleibt stark. Gleichzeitig kämpft die Angebotsseite immer wieder mit Disruptionen wie Streiks und Emissions- oder coronabedingten Reduktionen von Fördermengen. Mittelfristig dürfte die Nachfrage durch grüne Technologien zusätzlichen Rückenwind geben.

Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research

Ölmarkt trotz regionaler Nachfrageschwächen im Defizit

Temporäre, regionale Nachfrageschwächen wie jüngst in China werden andernorts (USA, Europa) kompensiert, sodass insgesamt der Markt im Defizit bleibt



* Approximiert durch gewichteten Durchschnitt aus OPEC-, russischer und US-Ölproduktion. Zeitraum: 01.01.2020-31.08.2021; Quelle: Bloomberg, IEA, eigene Berechnungen

Gold nimmt Realzinsanstieg vorweg

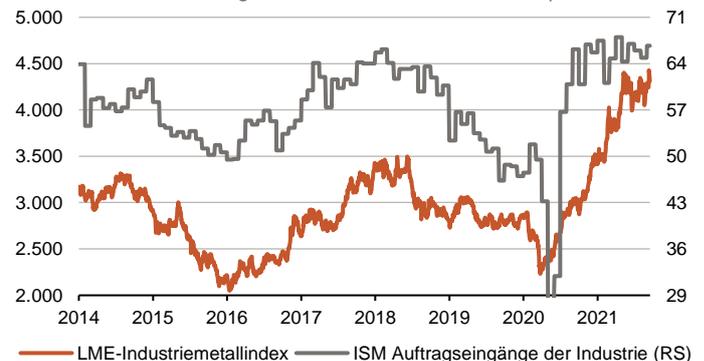
Realzinsen und Gold haben sich in den vergangenen Monaten entkoppelt. Bei steigenden Realzinsen dürfte Gold von diesem Puffer profitieren



Zeitraum: 01.01.2020-14.09.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Industriemetalle profitieren von starker Industrie

Die Auftragslage der Industrie bleibt unberührt von Tapering-Diskussionen, Corona oder Wachstumssorgen. Industriemetalle dürften davon profitieren



Zeitraum: 01.01.2014-14.09.2021
Quelle: Bloomberg



ÜBERRASCHENDE EURO-SCHWÄCHE

Euro mit Zwischentief

Ab Juni geriet der Euro am Devisenmarkt unter Druck. Von rund 1,22 US-Dollar je Euro fiel die Gemeinschaftswährung im Tief auf rund 1,17. Auch gegenüber dem Britischen Pfund, Schweizer Franken und Japanischem Yen hatte der Euro in den vergangenen Monaten einen schweren Stand. Erst in der zweiten August-Hälfte konnte sich der Eurokurs wieder etwas erholen. Diese Schwäche auf breiterer Front kam etwas überraschend.

US-Notenbank wegen Inflationsdynamik unter Handlungsdruck

Ein wichtiger Treiber war und ist die Notenbankpolitik. Die Fed wird von den kräftig anziehenden Inflationsraten quasi gezwungen, den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik früher als erwartet einzuleiten. Die amerikanische Inflationsrate hat sich im Juli bei bemerkenswerten 5,3% festgesetzt. Zudem haben sich die Bedingungen am Arbeitsmarkt deutlich verbessert. Die daraus resultierende Aussicht auf einen schnelleren Ausstieg hat den US-Dollar gestärkt. Gleichwohl hat Fed-Präsident Jerome Powell auch auf dem Notenbanktreffen in Jackson Hole Ende August noch keinen konkreten Plan vorgelegt und damit die Erwartungen mancher Marktbeobachter enttäuscht. Dennoch ist es nur eine Frage der Zeit, bis die Fed das Volumen ihrer Anleihekäufe zurückfährt. Für die Finanzmärkte sind der genaue Zeitpunkt und die Details des „Tapering“ sehr relevant. Für die Konjunktur und die Inflationsraten in den USA hat es hingegen kaum Auswirkungen. Erstens bleibt die Geldpolitik auch dann noch äußerst expansiv, wenn die Fed das Volumen der monatlichen Anleihekäufe allmählich reduziert. Zweitens wirkt die Geldpolitik nur mit erheblicher Zeitverzögerung auf die Realwirtschaft.

EZB mit neuer Strategie

In der Eurozone liegt die Inflationsrate mit 3% deutlich niedriger. Dank der vorübergehenden Preistreiber (unter anderem Basiseffekte beim Ölpreis) dürfte die Inflationsrate hierzulande im kommenden Jahr auch ohne geldpolitische Straffung wieder unter 2% sinken. Die geldpolitische Wende der EZB liegt also in weiterer Ferne. Zumal sich die EZB mit ihrer neuen geldpolitischen Strategie die Flexibilität gegeben hat, notfalls auch ein längeres Überschießen der Inflationsrate zu tolerieren. Diese unterschiedlichen Erwartungen an Fed und EZB erklären zumindest einen Teil der Dollar-Stärke im dritten Quartal. Dennoch: Perspektivisch stehen die USA vor größeren finanz- und geldpolitischen Herausforderungen, was den Dollar wieder schwächen dürfte.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

EUR/USD: Dollar profitiert von Aussicht auf geldpolitische Wende

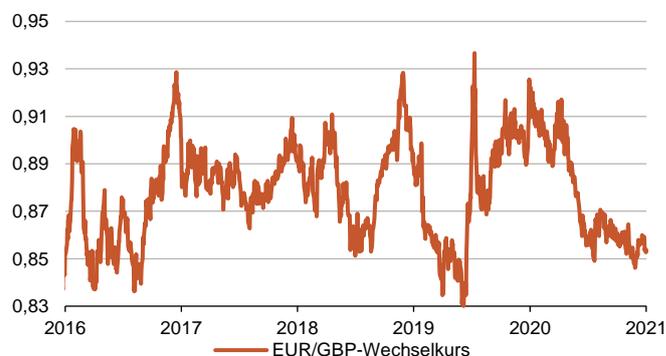
Seit über die geldpolitische Wende der US-Notenbank diskutiert wird, hat das Kräfteverhältnis am Devisenmarkt gedreht



Zeitraum: 14.09.2016-14.09.2021
Quelle: Bloomberg

EUR/GBP: unter Schwankungen seitwärts

Die Bank of England könnte dem Pfund leichten Auftrieb geben



Zeitraum: 14.09.2016-14.09.2021
Quelle: Bloomberg

Wechselkursprognosen

Euro mit Luft nach oben

Wechselkursprognose	14.09.2021	30.06.2022		31.12.2022	
	Aktuell	🇪🇺	Ø*	🇪🇺	Ø*
EUR/USD	1,18	1,23	1,20	1,25	1,20
EUR/GBP	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
EUR/CHF	1,09	1,10	1,11	1,10	1,13
EUR/JPY	129	132	132	134	131
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-4,0	-1,6	-5,6	-1,6
GBP	-	0,6	0,6	0,6	0,6
CHF	-	-1,3	-2,1	-1,3	-3,9
JPY	-	-1,9	-1,9	-3,4	-1,2

* Durchschnitt, Konsens per 14.09.2021.
Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT CHRISTOPH NETOPIL

Herr Netopil, warum wollten Sie Portfoliomanager werden? Was reizt Sie an Multi-Asset?

Schon im Studium und als Werkstudent war ich vom Kapitalmarkt und seinen Wechselwirkungen mit und der Bedeutung für unsere Realwirtschaft fasziniert. Auch wenn sich scheinbar Muster wiederholen, ist kein Tag an den Märkten wie der andere. Gerade im Multi-Asset-Kontext ist es eine Herausforderung, die Mehrdimensionalität zu meistern und die Anlageklassen, Segmente, Währungen und Instrumente immer wieder aufs Neue in Einklang zu bringen. Das sich ständig ändernde Marktverhalten erfordert es, die eigene Herangehensweise immer wieder zu hinterfragen und anzupassen. Gerade als Mannschaftssportler weiß ich dabei zu schätzen, dass man jederzeit auf die Kollegen und ein funktionierendes Team angewiesen ist.

Sie sind Portfoliomanager in der Vermögensverwaltung und außerdem verantwortlich für den Fonds Berenberg Multi Asset Defensive. Welche Aufgaben umfasst Ihre Position?

Neben der Steuerung unseres defensiven Multi-Asset-Fonds gehören „Total Return“-orientierte Anlagestrategien sowie Mandate mit Wertuntergrenze und dezidiertem Derivateinsatz zu meinen Aufgaben. Hier liegt der Fokus jeweils auf der risikobewussten Portfoliokonstruktion, der taktischen Steuerung der Investitionsquoten sowie der Integration neuer Investmentideen.

Wie sieht Ihr Arbeitsalltag konkret aus? Wie unterscheidet sich die Arbeit mit Mandaten von der eines Publikumsfonds?

Unser Ziel ist es, die optimale Mischung zwischen den unterschiedlichen Anlageklassen für die jeweiligen Strategien und das sich wandelnde Marktumfeld zu finden. Entsprechend wichtig sind dabei der laufende Austausch mit unseren eigenen Anlageklassenspezialisten und mit externen Analysten und Managern, aber auch eigene Analysen. Letztlich geht es darum, die Flut an Informationen richtig zu filtern, die richtigen Schlüsse zu ziehen und diese umzusetzen.

Dabei ist aber der Weg nicht immer derselbe: Während man im Publikumsfonds häufig sehr flexibel ist und auch Derivate einsetzen kann, sind einzelne Mandate individueller auf die Bedürfnisse des jeweiligen Anlegers ausgerichtet, was Restriktionen und Ausschlüsse mit sich bringt und so teilweise die Komplexität erhöht.

Welche Bedeutung haben defensive Multi-Asset-Strategien heute aus Ihrer Sicht?

Aufgrund der Zinslandschaft sind wir in einem ausgesprochen herausfordernden Marktumfeld für defensive Strategien. Aktien-



lastigere, also offensivere Strategien, erfreuen sich dagegen größerer Beliebtheit. Dennoch sollte man risikobewusstere Strategien nicht unterschätzen. Zum einen limitiert die Risikotragfähigkeit oder die Schwankungstoleranz vieler Anleger die Aktienquote. Zum anderen bieten Sparbuch, Tages- und Festgeldkonto oder auch Staatsanleihen nur noch eines mit Sicherheit – nämlich den Kaufkraftverlust durch negative Realrenditen. Defensives Multi-Asset-Strategien sind für den notwendigen „Einstieg“ in den Kapitalmarkt also ein guter Weg.

Stichwort Diversifikation: Staatsanleihen hoher Bonität waren lange sichere Häfen in schwierigen Zeiten und ertragreich in normalen Zeiten. Wie sehen Sie die Rolle dieser Titel in Multi-Asset-Portfolios?

Von dieser Doppelfunktion profitierten in der Vergangenheit vor allem anleihenlastigere Strategien. Mittlerweile rentieren aber rund 15 Billionen Euro globaler Anleihen negativ, was zu garantierten Verlusten führt und einen realen Kapitalerhalt nicht mehr möglich macht. Zudem führen sich ändernde Korrelationseigenschaften zwischen Staatsanleihen und Aktien dazu, dass der Diversifikations- und Absicherungscharakter sinkt. Das klassische Buy-and-Hold funktioniert nicht mehr. Taktisches Agieren, Derivate zur Absicherung gegenüber steigenden Zinsen oder der Einsatz Alternativer Anlagen rücken dadurch in den Vordergrund.

Führt nicht über kurz oder lang kein Weg an einer höheren Aktienquote auch für risikoscheuere Investoren vorbei?

Eine höhere Aktienquote kann eine Option sein, wobei dies wiederum von der Risikotragfähigkeit des Anlegers abhängt. Verbunden mit der Idee, Risiken dabei kontinuierlich abzusichern oder eine Wertuntergrenze zu vereinbaren, kann das phasenweise gut



funktionieren oder für bestimmte Anlegergruppen einen Mehrwert bieten. Langfristig sind in beiden Fällen wiederum die anfallenden „Versicherungskosten“ nicht zu vernachlässigen.

Wie können Investoren trotzdem diversifiziert bleiben und gleichzeitig noch eine auskömmliche Rendite erwirtschaften?

Wir investieren breit diversifiziert in Anleihe-segmente, die noch ein attraktives Chance-Risiko-Profil aufweisen. Dazu gehören bspw. chinesische Anleihen, Anleihen der Frontier-Märkte oder auch Wandelanleihen. Darüber hinaus steuern wir unsere Allokationen aktiv und setzen, sofern zulässig, Futures und Optionen zur Absicherung, aber auch zur Prämiegenerierung, ein. Seit Ende 2018 ersetzen wir zudem in einigen Anlagestrategien einen Teil des klassischen Anleiheportfolios durch Liquid Alternatives.

Was verstehen Sie unter Alternativen Anlagen? Was unterscheidet sie von herkömmlichen Anlagen?

Das Spektrum Alternativer Anlagen lässt sich zunächst in liquide und illiquide Anlagen untergliedern. Beispiele für illiquide Investments sind unter anderem Private Equity, Immobilien- oder Infrastrukturinvestments. Zu den liquiden Anlagen gehören unter anderem Rohstoffe, Liquid Alternatives und mit Einschränkungen Hedgefonds.

Aufgrund unterschiedlicher Rendite-/Risikotreiber und geringer Korrelation zu traditionellen Anlageklassen wie Aktien oder Anleihen eignen sie sich gut zur Diversifikation und zur Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles. Wir nutzen zum Beispiel Edelmetalle als Hedgeposition und klassischen Inflationsschutz oder ersetzen teilweise klassische Anleiheprofile durch Liquid Alternatives.

Was sind Liquid Alternatives und worauf ist bei ihnen zu achten?

Liquid Alternatives sind sozusagen liquide, im Fondsmantel regulierte und damit transparentere Alternativen zu Hedgefonds, die in der Regel darauf abzielen, Marktineffizienzen auszunutzen. Sie verfolgen unterschiedliche Strategieansätze wie zum Beispiel Long-Short-Strategien, die auf steigende und fallende Kurse setzen können, Event-driven-Strategien, die sich auf Kapitalmaßnahmen wie Übernahmesituationen fokussieren, oder Managed-Futures- und Volatilitätsstrategien, die in den meisten Krisenphasen absichernden Charakter aufweisen. Im Vergleich zu herkömmlichen Anlagen sind sie meist komplexer und dadurch auch schwierig zu beurteilen. Daher ist ein tiefes Verständnis der Strategien und Manager sowie ein quantitativer und qualitativer Selektionsprozess entscheidend.

Sie betreuen außerdem Mandate mit Wertsicherung. Für welche Anleger lohnt sich dieses Konzept, für welche vielleicht nicht?

Wertsicherungsstrategien sind vor allem für Anleger sinnvoll, die aus regulatorischen oder wirtschaftlichen Gründen eine gewisse Verlustgrenze nicht überschreiten dürfen. Der Nachteil derartiger Strategien zeigt sich bei schnellen Kurserholungen nach Marktbrüchen. Durch den sukzessiven Wiedereinstieg in Risikoanlagen wird nur unterproportional von wieder steigenden Kursen profitiert. Sofern die Risikotragfähigkeit für zeitweilige Volatilitäts- bzw. Verlustphasen vorhanden ist, sind Wertsicherungskonzepte insbesondere für langfristig orientierte Privatanleger also nicht die optimale Lösung.

Wie zufrieden sind Sie mit der Performance Ihres Fonds und der defensiven Multi-Asset-Strategien?

In einem für defensive Strategien bisher nicht ganz einfachen Jahr 2021 konnten wir in der Breite unserer defensiven und „Total Return“-orientierten Strategien bisher in jedem Monat ein positives Ergebnis erzielen, die Benchmarks seit Jahresbeginn deutlich übertreffen und dabei auch risikoadjustiert überzeugen. Dies gilt ebenfalls für den Publikumsfonds Berenberg Multi Asset Defensive, der auch über drei und fünf Jahre absolut sowie relativ auf ein ordentliches Ergebnis zurückblicken kann und innerhalb seiner Peer-group jeweils mit fünf Morningstar-Sternen ausgezeichnet ist.

KURZVITA

Christoph Netopil verantwortet als Portfoliomanager den Publikumsfonds Berenberg Multi Asset Defensive und die vermögensverwaltende „Total Return“-Strategie. Zudem managt er Spezialmandate mit Fokus auf Derivate und Wertuntergrenzensteuerung. Vor seinem Wechsel zu Berenberg im Juli 2014 absolvierte der zertifizierte Börsenhändler ein kapitalmarktorientiertes Trainee-Programm bei Sal. Oppenheim und war während seines Betriebswirtschaftsstudiums an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main bei Allianz Global Investors tätig.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie

AUTOREN

Christian Bettinger, CFA | Leiter Fixed Income

Managt die Fonds Berenberg Euro Bonds und Berenberg Credit Opportunities und konzentriert sich auf Unternehmensanleihen

Matthias Born | Leiter Portfoliomanagement Aktien

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

Ludwig Kemper | Analyst Multi Asset Strategy & Research

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

Martin Mayer, CEFA | Senior Portfolio Manager Multi Asset

Managt defensive Multi-Asset-Vermögensverwaltungsmandate und analysiert die Anleihemärkte, insbesondere für Staatsanleihen

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie

Leitet den Bereich Multi Asset und ist zuständig für die Kapitalmarktmeinung des Wealth and Asset Management

Dr. Jörn Quitzau | Senior Economist

Analysiert längerfristige Wirtschaftstrends und dabei insbesondere die Entwicklung an den Devisenmärkten

Robert Reichle, CFA, CQF | Leiter Fixed Income Global & EM

Verantwortet den Bereich Fixed Income Emerging Markets und Global Bonds ex Euro

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt

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

Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research

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

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des -jeweiligen- Fonds zu entnehmen sind. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten die Anlageentscheidungen in jedem Fall

auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieses Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts „berenberg“ unter der Internetadresse <https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen.

Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

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

Datum: 17. September 2021