



# HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

## IMPfstOFFHOFFNUNG

Ein global synchronisierter Aufschwung dürfte bei Zulassung eines Corona-Impfstoffs das dominierende Thema an den Kapitalmärkten werden.

## POLITISCHE UNSICHERHEIT

Der Ausgang der US-Wahlen und Brexit-Verhandlungen ist zu unklar, um sich dafür zu positionieren. Volatilitätsspitzen sind zu erwarten.

## REALLOKATION

Skepsis prägt weiterhin das Anlegersentiment. Die Umschichtung von Liquidität in reale Vermögensgegenstände bei immer stärker zementierten negativen Realzinsen hat erst begonnen.

Q4 | 2020



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer  
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,  
die Erholung der Konjunktur und der Kapitalmärkte setzte sich im dritten Quartal fort – wenn auch an den Kapitalmärkten zäher. Die Abwertung des US-Dollar belastete. Für Euro-Anleger überstiegen globale Aktien erst gegen Ende August das bereits im Juni erreichte Niveau und fielen dann wieder zurück. Zyklische Titel und Small Caps entwickelten sich mit der Konjunkturerholung überdurchschnittlich. So hatten neben Wachstumstiteln und den amerikanischen Megacaps auch der Dax und Aktien aus den Schwellenländern die Nase vorne. Davon profitierten wir merklich. Ebenso von der weiteren Einengung der Risikoaufschläge bei Unternehmens- und Schwellenländeranleihen.

Die Anlegerstimmung hat sich zwar etwas aufgehellt, Euphorie herrscht jedoch weiterhin nicht. Anleger sitzen auf großen Mengen an Liquidität bei negativer Realverzinsung. Auch systematische Anlagestrategien sind noch nicht wieder voll investiert. Bei einer sich fortsetzenden Konjunkturerholung, wenn auch mit geringerer Dynamik, ist die Ausgangslage für das vierte Quartal gar nicht schlecht, zumal die Zentralbanken einen deutlichen Anstieg der Renditen verhindern dürften. Drei Entwicklungen dürften maßgeblich sein für die Kapitalmärkte: der Ausgang der US-Wahlen, der Brexit und die Fortschritte hinsichtlich Covid-19-Test- bzw. -Behandlungsverfahren und -Impfstoffen.

Die US-Wahlen und der Brexit beschäftigen die Gemüter. Je nach Ausgang wird es unterschiedliche Gewinner und Verlierer geben. Die Ergebnisse erscheinen aber zu unsicher, um sich heute klar zu positionieren – Volatilitätsspitzen sind damit zu erwarten. Die negativsten Szenarien für die Märkte wären ein knapper Wahlausgang samt nachfolgender Anfechtung der Ergebnisse und ein (wahltaktisches) Aufflammen des Handelskonfliktes zwischen China und den USA.

Für wahrscheinlich halten wir hingegen, dass es in den kommenden drei bis sechs Monaten deutliche Fortschritte hinsichtlich Medikation und Impfung gegen Corona geben wird. Etliche

mögliche Impfstoffe sind in der letzten Testphase. Erste Ergebnisse sind ab Oktober zu erwarten. Dies dürfte die für die Kapitalmärkte entscheidende Entwicklung sein. Die Zulassung von Medikamenten oder Impfstoffen würde den Weg frei machen für eine synchronisierte, globale Wirtschaftserholung im Jahr 2021. Dies könnte dann aber das Ende der positiven Entwicklung an den Kapitalmärkten einleiten, denn dann dürfte dieses Szenario bereits weitgehend eingepreist, die Masse der Anleger wieder positioniert und die aktuell gesunde Skepsis einer Euphorie gewichen sein. Bis dahin gilt es aber nicht zu skeptisch zu sein, trotz weiter bestehender Risiken – wir haben unsere Positionierung noch zyklischer ausgerichtet.

Im Insights-Interview ab S. 14 diskutiert unser Fondsmanager Robert Reichle seine Faszination für Anleihen aus den Schwellenländern, was sie auszeichnet und warum sie aktuell attraktiv sind.

Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

## INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Impfstoffhoffnung schlägt politische Unsicherheit	
Volkswirtschaft	Seite 6
Solider Wiederaufschwung ohne Inflation	
Aktien	Seite 8
Temporäre Rotation bei positiven Impfstoff-News	
Anleihen	Seite 10
Risikoprämien sind Trumpf	
Rohstoffe	Seite 12
Nicht nur Gold glänzt	
Währungen	Seite 13
US-Dollar unter Druck	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Robert Reichle	
Impressum	Seite 16



# IMPfstoffhoffnung schlägt politische Unsicherheit

## AUF DEN PUNKT

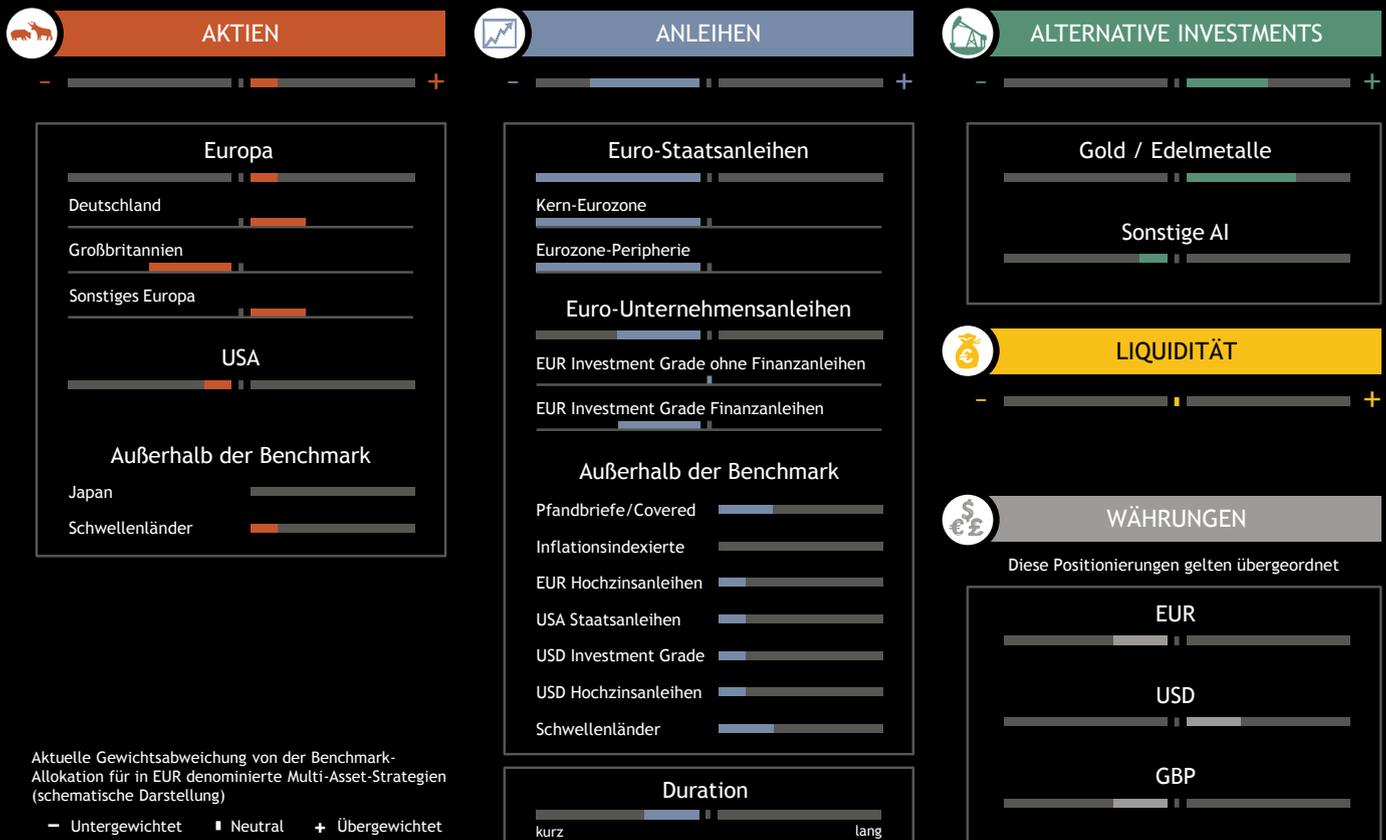
- Die Konjunkturerholung geht mit verminderter Dynamik weiter. Corona-bedingte neue starke Belastungen als Risiko.
- Die Wahrscheinlichkeit für einen Impfstoff steigt. Die zyklische Erholung mit global synchronisiertem Wachstum in 2021 dürfte damit in den kommenden Monaten das dominierende Thema an den Kapitalmärkten sein.
- Der Ausgang von US-Wahlen/Brexit ist zu unklar, um sich dafür zu positionieren. Unsicherheit ist teilweise eingepreist.
- Gesunde Skepsis prägt weiterhin Anlegerpositionierung und -sentiment. Die Reallokation von Liquidität bei immer stärker zementierten negativen Realzinsen hat erst begonnen.

### Portfoliositionierung auf einen Blick

Ende Juni hatten wir die seit März bestehende leichte Übergewichtung bei Aktien auf Neutral zurückgeführt und im Gegenzug

mehr Kreditrisiken und zyklischeres Rohstoffexposure über Silber ins Portfolio aufgenommen. Beide Bereiche versprachen für den von uns erwarteten zäheren Sommer Potenzial. Bei Aktien lag der Fokus auf den Schwellenländern, der Eurozone, europäischen Small Caps und in den untergewichteten USA auf dem Nasdaq. Zusammen mit der deutlichen Übergewichtung in Gold konnten wir von dieser Positionierung merklich profitieren.

Wir haben die Portfolios nun noch zyklischer ausgerichtet: bei der Aktienausswahl und durch weiteren Ausbau der Positionen in europäischen Small Caps und zyklischen Rohstoffen. Im Gegenzug haben wir nach der deutlichen Einengung der Risikoaufschläge und angesichts steigender Renditen sicherer Anleihen erste Gewinne bei Unternehmensanleihen realisiert. Bei Anleihen präferieren wir weiterhin Schwellenländer- und Unternehmensanleihen. Anleihen sicherer Emittenten bleiben untergewichtet. Bei Aktien bleibt der regionale Fokus auf den Schwellenländern und der Eurozone, insbesondere Deutschland. Eine deutliche Goldposition bleibt Bestandteil unserer Multi-Asset-Portfolios.



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

- Untergewichtet | Neutral | + Übergewichtet

**Rückblick drittes Quartal - gebremst weiter aufwärts**

Die Erholung an den Kapitalmärkten setzte sich im dritten Quartal fort. Positive Treiber waren besser als erwartete Konjunkturdaten und Unternehmensberichte sowie die zügige Einigung über den Wiederaufbaufonds im Euroraum. Belastend waren der erneute Anstieg der Corona-Infektionen in den USA und Europa, die wieder anziehenden Spannungen zwischen China und den USA sowie die dort bevorstehenden Präsidentschaftswahlen. Die Dynamik an den Kapitalmärkten war jedoch gebremster als im zweiten Quartal, nicht zuletzt belastete eine deutliche Abwertung des US-Dollar. Für Euro-Anleger überstiegen globale Aktien erst gegen Ende August das bereits im Juni erreichte Niveau. Unter der Oberfläche gab es jedoch deutliche Bewegungen. Neben den Megacaps in den USA und Wachstumswerten hatten auch der Dax und Aktien aus den Schwellenländern die Nase vorne, denn zyklische Titel und Small Caps entwickelten sich mit der fortschreitenden Konjunkturerholung überdurchschnittlich. Mit der rückläufigen Aktienvolatilität engten sich auch die Risikoaufschläge von Unternehmens- und Schwellenländeranleihen weiter ein (untere Abb. S. 5). Unterstützt vom schwächeren US-Dollar sowie von steigenden Inflationserwartungen und sinkenden Realzinsen – denn die Zentralbanken halten die nominalen Anleiherenditen in Schach –, legte auch Gold weiter zu und ist damit weiterhin die bei weitem beste Anlageklasse seit Jahresbeginn.

**Konjunkturerholung sollte sich mit geringerer Dynamik fortsetzen**

Die Wirtschaft ist seit Mai stärker angesprungen als zunächst erwartet. Im dritten Quartal dürfte etwa die Hälfte der Verluste

wieder ausgeglichen worden sein, nachdem die Wirtschaft im zweiten Quartal die größte Rezession seit gut 90 Jahren erlebt hatte. Wir erwarten, dass sich diese Erholung fortsetzt. Trotz nachlassender Dynamik sollte das Wachstum in den nächsten zwei Jahren oberhalb des Trends liegen. Erneute weitreichende Schließungen der Wirtschaftsaktivität aufgrund einer weiteren Corona-Welle sind ein Risiko, wir erwarten sie aber nicht. Die Entwicklung der Wirtschaft entspräche damit dem von unseren Volkswirten prognostizierten Aufschwung in Häkchenform.

**Offener Ausgang bei US-Wahlen und Brexit erhöht Unsicherheit**

Die amerikanischen Präsidentschaftswahlen am 3. November und der Brexit am 31. Dezember werden wohl die politischen Highlights im vierten Quartal. Der Wahlausgang erscheint völlig offen. Der Ausgang der Wahlen von vor vier Jahren hat gezeigt, dass US-Wahlen immer für Überraschungen gut sind. Bei dem sich abzeichnenden knappen Ergebnis könnte es gar zu einer Hängepartie kommen und länger dauern, bis das Ergebnis feststeht, wie beispielsweise im Jahr 2000. Diese Unsicherheit beschäftigt die Märkte schon jetzt, sie preisen deutlich erhöhte implizite Volatilitäten um den Wahltermin herum. Das macht eine Absicherung dieser Risiken teuer. Es bedeutet aber auch, dass die Märkte nicht ganz unvorbereitet sind. Klar ist, dass es je nach Ausgang unterschiedliche Gewinner und Verlierer geben wird. Biden wäre tendenziell negativ für den US-Dollar und US-Aktien, aber gut für Schwellenländer und europäische Aktien, bei Trump vice versa. Wie der Brexit erscheint der Ausgang der Wahlen zu unsicher, um sich klar für ein Ergebnis zu positionieren.

**Erholung der Aktienmärkte setzte sich in Q3 mit verminderter Geschwindigkeit fort, auch Gold legte weiter zu, US-Dollar schwächelte**

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q3 20 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.†
	■ YTD (31.12.19-15.09.20)		15.09.19	15.09.18	15.09.17	15.09.16	15.09.15		
	■ Q3 20 (30.06.20-15.09.20)		15.09.20	15.09.19	15.09.18	15.09.17	15.09.16		
Gold	21,9	4,0	22,7	30,8	-7,0	-5,5	19,2	11,0	12,6
Euro-Staatsanleihen	0,5	1,3	0,3	5,2	-0,3	-0,5	3,7	1,6	2,1
S&P 500	4,5	1,1	7,7	11,0	21,6	11,9	11,4	12,6	20,4
Euro-Unternehmensanleihen	2,1	0,8	0,6	5,9	0,0	0,7	6,4	2,7	2,5
US-Staatsanleihen	0,4	-5,0	0,1	12,1	1,1	-6,0	3,6	2,0	7,1
DAX	7,4	-0,2	6,0	2,8	-3,2	20,0	2,4	5,3	20,0
Eonia	-0,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	0,0
EM-Staatsanleihen	-0,9	-2,8	-1,8	17,4	-2,1	-0,1	13,8	5,1	8,7
MSCI EM	6,7	-3,8	3,6	7,6	-2,0	19,3	13,3	8,1	16,7
USD/EUR	-5,2	-5,4	-6,5	5,0	2,8	-5,9	0,2	-1,0	7,4
Stoxx Europa 50	1,2	-9,5	-3,6	10,3	0,2	13,2	-3,8	3,0	17,2
Brent	-7,7	-47,1	-39,4	-14,4	52,9	1,1	-18,9	-8,2	39,7

Zeitraum: 15.09.2015-15.09.2020

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



### Wahrscheinlichkeit für Covid-19-Impfstoff/-Medikation steigt

Im vierten Quartal dürften sich Nachrichten und Beweise für bevorstehende Impfstoffe oder Medikamente immer mehr verdichten und möglicherweise bereits vor Jahresende Impfstoffe zugelassen werden. Aus unserer Sicht dürfte dies die für die Kapitalmärkte letztlich entscheidende Entwicklung sein, denn so würde der Weg frei für eine synchronisierte, globale Wirtschaftserholung in 2021. Auch die hart vom Coronavirus getroffenen Anlagen sollten dann eine gewisse Erholung erleben. Anleger, die im ersten Halbjahr Liquidität in starkem Maße in Geldmarktanlagen geparkt haben (obere Abbildung), dürften sie verstärkt in Aktienanlagen umschichten. Diese Entwicklung hat im dritten Quartal erst sehr zaghaft begonnen. In Q2 und Q3 hatten sich Anleger verstärkt Anleihen und Rohstoffen zugewendet. Die Positionierung wie auch das Anlegersentiment zeigt bisher keinesfalls die Euphorie, die üblicherweise einen Bullenmarkt beendet – es herrscht noch gesunde Skepsis.

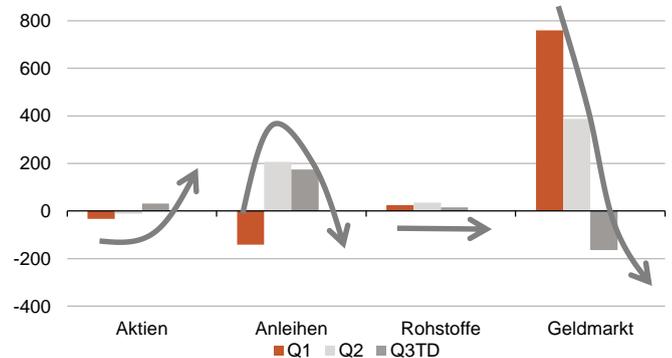
### Finanzielle Repression bleibt und stützt Aktien und Rohstoffe

All dies spricht dafür, dass ungeachtet der politischen Unsicherheit in den nächsten drei bis sechs Monaten die weitere zyklische Erholung die letztlich dominierende Entwicklung für die Märkte sein dürfte. Die im Markt eingepreisten längerfristigen Inflationserwartungen dürften noch etwas anziehen (mittlere Abb.), insbesondere vor dem Hintergrund der von der amerikanischen Zentralbank verkündeten flexibleren Handhabung des Inflationszieles. Die Anleiherenditen mit längeren Laufzeiten dürften leicht steigen – aber keinesfalls mehr als die Inflationserwartungen. Negative Realzinsen erscheinen vorerst zementiert. Die Zentralbanken dürften versuchen, die Zinsen auf Jahre sehr niedrig zu halten, um die hohe Staatsverschuldung infolge der fiskalpolitischen Maßnahmen in der Corona-Krise tragfähig zu machen und sie über Anleihekäufe effektiv finanzieren. Die Zinskurven dürften steiler werden und der US-Dollar mittelfristig weiter zur Schwäche neigen, insbesondere, sollte Joe Biden die Wahl gewinnen. Zyklischere Aktien, Small Caps, Schwellenländeraktien und zyklische Rohstoffe bieten in diesem Szenario auf drei bis sechs Monate überdurchschnittliches Potenzial. Aber auch Unternehmens- und Schwellenländeranleihen bleiben unterstützt (untere Abb.). Anleger sollten sich aber dessen bewusst sein, dass die breite Verfügbarkeit eines Impfstoffes eher das Ende als den Anfang dieser Entwicklung markieren dürfte, denn dann sollten alle Anlegergruppen wieder hinreichend in Aktien positioniert sein und Euphorie vorherrschen.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

### Reallokation von Liquidität hat im dritten Quartal erst begonnen

Globale Fondsflüsse nach Anlageklassen in Milliarden US-Dollar. Anleger sitzen weiter auf viel Liquidität. Pfeile indizieren die von uns erwartete Entwicklung

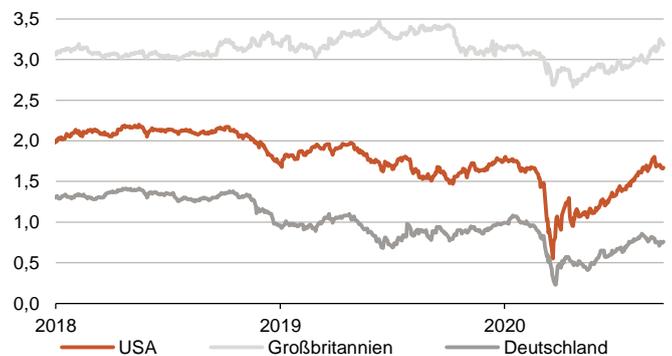


Zeitraum: 01.01.2020-16.09.2020

Quelle: Bank of America, eigene Berechnungen

### Vom Markt gepreiste US-Inflationserwartungen auf Vorkrisenniveau

Inflationserwartungen, eingepreist in inflationsindexierten Anleihen mit zehn Jahren Laufzeit (Breakeven Inflation, in %), sind am Steigen

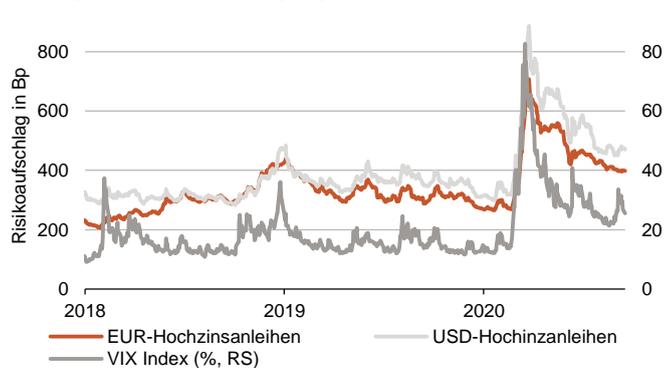


Zeitraum: 01.01.2018-15.09.2020

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

### Aktienvolatilität und Risikoaufschläge noch über Vorkrisenniveau

Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen haben sich zusammen mit der rückläufigen Aktienvolatilität eingeengt, haben aber noch etwas Potenzial



Zeitraum: 01.01.2018-15.09.2020

Quelle: Bloomberg, Factset, eigene Berechnungen



# SOLIDER WIEDERAUFSCWUNG OHNE INFLATION

## AUF DEN PUNKT

- Konjunktur: Nach dem beispiellosen Einbruch im März und April erholt sich die Wirtschaft spürbar.
- Das Tempo des Wiederaufschwungs flacht sich langsam ab.
- Aggressive Geld- und Fiskalpolitik stützen die Wirtschaft.
- Inflationsgefahren bleiben vorerst gering.

### Der Schock lässt nach

Die Covid-19-Pandemie und die drastischen Eingriffe in das Alltagsleben, um das Ausbreiten des Virus einzudämmen, haben die Wirtschaft hart getroffen. Im März und April rutschten große Teile der Welt in eine tiefe Rezession. Nahezu alle Industrieländer konnten die Talsohle aber bereits im Mai durchschreiten.

Bisher entspricht der Konjunkturverlauf in der westlichen Welt etwa dem Bild eines Häkchens. Dem steilen Absturz folgt ein Anstieg, der zunächst kräftig, aber nicht V-förmig ausfällt und sich im Zeitablauf abflacht. Mit dem schrittweisen Ende der Lockdowns und der Kontaktbeschränkungen konnten Teile der Wirtschaft wie der Einzelhandel nach dem dramatischen Einbruch rasch wieder angeschaltet werden. Entsprechend konnte die Konjunktur sich spürbar erholen, wobei der ansehnliche Anstiegswinkel allerdings deutlich hinter einem V zurückgeblieben ist. Nach dem Auslaufen des ersten Aufholeffektes zeichnet sich jetzt in der westlichen Welt ein flacherer Verlauf ab.

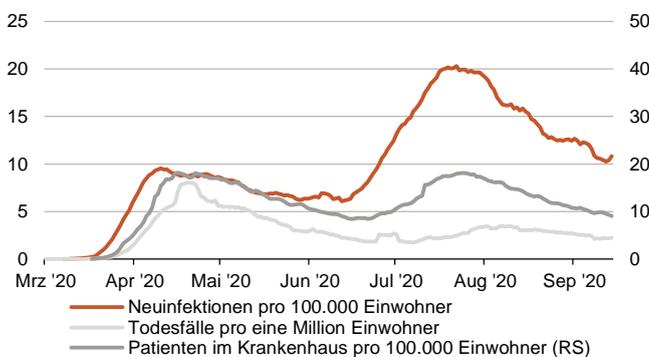
### Vier Phasen des Wiederaufschwungs

Seit etwa Juli ändern sich auch die Triebkräfte des Aufschwungs. Während der private Verbrauch nur noch moderat zulegen dürfte, erholen sich jetzt das verarbeitende Gewerbe und der Außenhandel. Die bessere Konjunktur in China, das sich relativ schnell von der Pandemie erholt hat und zudem seine Binnenwirtschaft wie üblich erheblich stützt, trägt dazu bei. Allerdings dürfte die Rückkehr zu normaleren Verhältnissen in der Industrie bis zu zwei Jahre in Anspruch nehmen, wobei die Aussichten für die Konsumgüterindustrie angesichts der wieder normalen Nachfrage der Verbraucher zunächst einmal wesentlich besser sind als die für den Maschinenbau.

In unsicheren Zeiten halten Unternehmen sich mit Investitionen zurück. Bei uns und unseren Handelspartnern dürften sich die Ausrüstungsinvestitionen vom Schock der Pandemie etwas zeitverzögert und nur schrittweise erholen. Während die Investitionen im Herbst dieses Jahres vermutlich noch vergleichsweise schwach bleiben, dürften sie im Laufe des kommenden Jahres wieder spürbar zulegen. Dies wäre dann eine dritte Phase des Wiederaufschwungs. Zusätzliche Staatsausgaben werden die Konjunktur in der westlichen Welt auch 2021 erheblich stützen. Die Fiskalpolitik schwenkt immer mehr vom ursprünglichen Abfedern des Abschwungs zum Stützen des neuen Aufschwungs um. Umfangreiche Unternehmensinvestitionen in den Umbau von Lieferketten könnten dann eine vierte Phase des Aufschwungs von 2023 an mit einem Wachstum oberhalb des bisherigen Trends tragen.

### Covid-19 in den USA: viele Infektionen, weniger Komplikationen

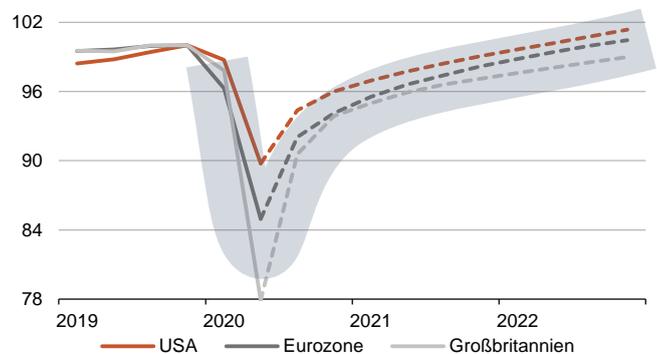
Tägliche Neuinfektionen, Krankenhauspatienten und Todesfälle



Gleitende Sieben-Tages-Durchschnitte. Zeitraum: 01.03.2020-14.09.2020  
Quelle: Johns Hopkins University, Covid-19 Tracking Project

### Einbruch und Aufschwung im Häkchen-Format

Reales Bruttoinlandsprodukt, Q4 2019 = 100



Zeitraum: 01.01.2019-31.12.2022  
Quelle: BLS, ONS, Eurostat; Berenberg-Projektionen ab Q3 2020



### Große Unterschiede zwischen den Ländern

Auch wenn das Muster des Konjunkturverlaufs überall in der westlichen Welt ähnlich ist, zeigen sich doch erhebliche Unterschiede. Mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung von 9,5% im zweiten Quartal ist der Einbruch in den USA etwas weniger scharf ausgefallen als in Deutschland (-9,7%) und deutlich milder als in der Eurozone insgesamt (-12,4%) und Großbritannien (-20,4%). In den USA waren die Lockdowns zumeist weniger hart als in Europa. Da Großbritannien im März zunächst gezögert hatte, harte Restriktionen zu verhängen, und sich das Virus auf der Insel deshalb länger exponentiell ausbreiten konnte, musste das Land anschließend seinen Lockdown wesentlich länger beibehalten. Deshalb setzte der Wiederaufschwung in Großbritannien erst im Juni statt im Mai ein. Dies zeigt sich im schwachen Q2.

*Wir haben viel über das Virus gelernt: Ein neuer Lockdown kann hoffentlich vermieden werden*

Dank eines besonders großen Fiskalimpulses, der spätestens nach den US-Wahlen am 3. November noch einmal ausgeweitet werden dürfte, werden die USA vermutlich einen leichten Vorsprung vor der Eurozone behalten. Das Brexit-geschädigte Großbritannien dürfte dagegen weiter zurückbleiben.

### Leben mit dem Virus

Unsere Prognosen beruhen auf der Annahme, dass Regierungen trotz wieder höherer Infektionszahlen das Wirtschaftsleben nicht

erneut dramatisch einschränken müssen. Die Erfahrung der USA der letzten drei Monate stützt diese Annahme. Seit März haben wir viel über den Umgang mit dem Virus gelernt. Wir wissen heute besser, wie wir uns und vor allem die besonders gefährdeten Menschen schützen können. Die Medizin hat erhebliche Fortschritte gemacht. Trotz eines rasanten Anstiegs der Infektionen in den USA im Juni und Juli haben dort die Einweisungen ins Krankenhaus und die Covid-19-Todesfälle wesentlich weniger zugenommen, als das im März und April der Fall war. Mittlerweile ist es den USA offenbar gelungen, mit vergleichsweise milden und regional begrenzten Eingriffen sowie einem vermehrten Tragen von Gesichtsmasken die Pandemie wieder etwas besser in den Griff zu bekommen. Wir setzen deshalb darauf, dass dies auch in Europa gelingen wird, wo seit August die Fallzahlen ebenfalls zugenommen haben, allerdings – mit Ausnahme Spaniens – in weit geringerem Maße als vorher in den USA.

### Neuer Zyklus mit zunächst geringem Inflationsdruck

Während wir offenbar langsam lernen, mit dem Virus zu leben, werden die Geld- und Fiskalpolitik noch für einige Jahre sehr expansiv ausgerichtet bleiben. Bei deutlich höherer Arbeitslosigkeit als zuvor und einem weiterhin eher vorsichtigen Verhalten der Verbraucher und Unternehmen bleiben der Kosten- und Preisdruck gering. Konjunkturell ist die westliche Welt somit am Beginn eines neuen Zyklus mit zunächst geringen Inflationsgefahren. Sofern nicht die Pandemie doch noch einmal massiv zuschlägt, stehen die Konjunkturampeln damit derzeit auf Grün.

Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt

### Wachstums- und Inflationsprognosen

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

\* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.  
 \*\* Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 15.09.2020.



## TEMPORÄRE ROTATION BEI POSITIVEN IMPFSTOFF-NEWS

### AUF DEN PUNKT

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

### Zyklischer im dritten Quartal vorne

Die Erholung an den Aktienmärkten setzte sich größtenteils fort. Neben US-Megacaps gewannen vor allem zyklische Aktiensegmente wie der DAX und europäische Small Caps hinzu. Verantwortlich dafür waren die Liquiditätsunterstützung der Zentralbanken, erfreuliche Konjunkturdaten, die Schließung von Short-Positionen und zunehmende Corona-Impfstoffhoffnungen. US-Technologieaktien profitierten darüber hinaus von starken Unternehmensgewinnen, der Beliebtheit bei Retail-Investoren, andauernden Aktienrückkaufprogrammen und einem schwächeren US-Dollar. Defensive Aktiensektoren hatten es hingegen nach der deutlichen Outperformance im ersten Halbjahr schwieriger. Seit Jahresstart haben nun asiatische Schwellenländer in Euro gerechnet am besten abgeschnitten, gefolgt von dem S&P 500 und dem DAX. Osteuropäische und britische Aktien sind die relativen Verlierer und noch tief im Minus.

### Nächstes Jahr ist mit deutlichem Gewinnwachstum zu rechnen

Die Analysten haben ihre Gewinnschätzungen im Einklang mit den besseren Konjunkturdaten zuletzt teilweise nach oben angepasst, insbesondere für die USA und asiatische Schwellenländer. Global dürften die Gewinne dieses Jahr jedoch merklich fallen. Der Konsensus erwartet einen Gewinneinbruch von 20% für die Industrienationen – die Spreizung zwischen den Regionen ist jedoch enorm. Für die Schweiz rechnen die Analysten mit einem Gewinnrückgang von weniger als 10%, für Großbritannien von über 40%. Für nächstes Jahr wird dann eine synchrone Wirtschaftserholung antizipiert, die sich in zweistelligen Gewinnwachstumsraten niederschlagen dürfte. Der Konsensus ist dabei optimistisch für die Eurozone und Deutschland, auch dank der fiskalischen Unterstützung. Damit die Gewinne nächstes Jahr deutlich steigen, darf jedoch der Euro nicht mehr so schnell und stark steigen. EZB-Entscheidungsträger warnten bereits davor, dass eine weitere Aufwertung des Euro die Exporte belasten, die Preise nach unten ziehen und den Druck für mehr geldpolitische Impulse verstärken würde.

### Bewertungen teilweise sehr ambitioniert

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

### Erholung an den Aktienmärkten hat sich tendenziell fortgesetzt, vor allem bei US-Megacaps und zyklischen Aktiensegmenten

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q3 20 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.19-15.09.20)	■ Q3 20 (30.06.20-15.09.20)	15.09.19	15.09.18	15.09.17	15.09.16	15.09.15			
			15.09.20	15.09.19	15.09.18	15.09.17	15.09.16			
MSCI EM Asien	4,4	8,3	13,2	4,4	1,0	20,5	14,4	1,7	2,0	18,1
S&P 500	2,8	6,2	9,6	11,0	21,6	11,9	11,4	3,6	1,7	26,0
DAX	-1,4	6,1	4,7	2,8	-3,2	20,0	2,4	1,6	2,6	21,6
Topix	-6,6	1,1	-0,9	3,8	9,4	11,8	7,4	1,2	2,2	21,1
Stoxx Europa Small 200	-7,6	6,4	0,0	2,4	6,2	18,6	0,1	1,5	2,3	38,1
Stoxx Europa Defensiv	-9,4	-2,4	-3,1	9,0	4,7	7,0	-2,2	1,6	2,9	21,1
Euro Stoxx 50	-10,2	2,5	-4,9	9,1	-2,3	21,3	-4,5	2,0	3,3	20,3
Stoxx Europa 50	-10,8	-0,2	-5,0	10,3	0,2	13,2	-3,8	2,0	1,4	46,5
MSCI USA Small Caps	-11,3	2,0	-7,2	0,5	24,3	10,6	7,4	1,5	4,0	19,2
Stoxx Europa Zyklisch	-11,9	4,2	-5,2	1,9	0,3	24,1	-5,1	0,9	4,7	12,3
MSCI Großbritannien	-25,5	-2,9	-19,6	5,6	3,6	7,9	-1,8			
MSCI EM Osteuropa	-27,6	-3,8	-20,0	26,2	3,3	21,0	8,2			

Zeitraum: 15.09.2015-15.09.2020

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



### Hohe Rotationswahrscheinlichkeit

Die Wahrscheinlichkeit, dass es eine Corona-Impfstoff-Zulassung im vierten Quartal gibt, ist unserer Meinung nach sehr hoch. Viele Impfstoffhersteller äußern sich optimistisch und Donald Trump tut alles dafür, dass ein Impfstoff noch vor den US-Wahlen im November zugelassen wird, erhöht es doch seine Siegwahrscheinlichkeit. Das spricht dafür, dass es am Aktienmarkt zumindest zu einem temporären Aufholeffekt der stark Corona-gebeutelten Sektoren und Regionen kommt. Entsprechend mögen wir Schwellenländeraktien und europäische Small Caps. Beide Regionen sind günstiger als die USA bewertet und dürften auch überproportional von einer weltweiten Konjunkturerholung nächstes Jahr profitieren. Die USA sollte man aber trotzdem nicht abschreiben. Schließlich befindet sich nach wie vor ein Großteil der mächtigsten und innovativsten Unternehmen dort, mit entsprechend hohen Gewinnwachstumsraten. Zudem bleiben gerade die US-Megacaps durch andauernde Aktienrückkaufprogramme unterstützt. Viele systematische Aktienstrategien investieren primär in den US-Aktienmarkt als größten und liquidesten Handelsplatz dieser Welt. Und diese Strategien würden bei einer weiteren Abnahme der Volatilität an den Aktienmärkten ihre Aktienengagements weiter aufstocken. Darüber hinaus ist die Siegwahrscheinlichkeit von Donald Trump bei den US-Wahlen zuletzt gestiegen.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

## WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

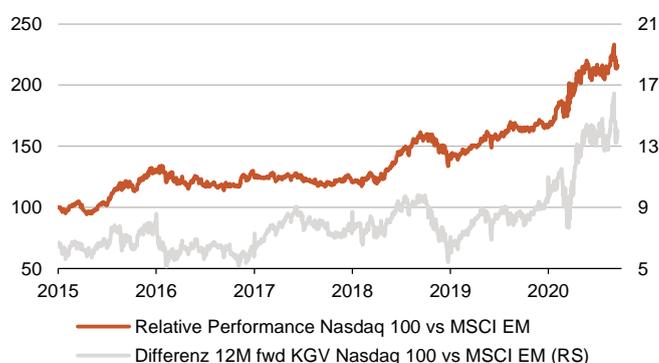
### Die Erholung setzt sich fort

Im dritten Quartal dieses Jahres setzten sich die Trends aus dem vorigen Quartal ungebrochen fort. Die Gewinner dieser Krise bleiben die Unternehmen aus dem Technologiesektor. Wie uns Management-Teams über fast alle Branchen hinweg bestätigen, erhält die Digitalisierung höchste Priorität und davon profitiert die gesamte Wertschöpfungskette. Ein gutes Beispiel stellt die so stark unter Druck geratene Reise- und Luftfahrtindustrie dar. Selbst dort wird weiter in Digitalisierung investiert, während Einsparungen lieber bei dem Geschäft rund um Geschäftsreisen vorgenommen werden. Von einer schnellen Wiederkehr dieser Umsätze wird nämlich nicht ausgegangen. Bei einigen unter Druck stehenden Industrien hat sich im letzten Quartal allerdings eine signifikante Erholung eingestellt. Während die Luxusindustrie zuvor vor allem von einem starken China über Wasser gehalten wurde, lassen sich mittlerweile auch deutliche Verbesserungen in Europa und den USA erkennen. Innerhalb des Gesundheitswesens kann die besonders hart getroffene Wahlchirurgie Ähnliches berichten. Davon profitieren natürlich auch Krankenhäuser, die übrigens besser vorbereitet zu sein.

Matthias Born, CIO Aktien

### Nasdaq-Outperformance auch durch KGV-Ausweitung getrieben

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate. Nasdaq 100 und MSCI EM sowie relative Performance (01.01.2015 = 100)



Zeitraum: 01.01.2015-15.09.2020  
Quelle: Bloomberg, Berenberg

### Prognoseübersicht: Aktien mit weiterem Aufwärtspotenzial

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	15.09.2020	30.06.2021	31.12.2021	
S&P 500	3.401	3.600	3.700	3.704
DAX	13.218	13.800	14.200	14.531
Euro Stoxx 50	3.332	3.500	3.650	3.705
MSCI UK	1.716	1.800	1.850	1.950
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	5,8	8,8	8,9
DAX	-	4,4	7,4	9,9
Euro Stoxx 50	-	5,0	9,5	11,2
MSCI UK	-	4,9	7,8	13,6

\* Durchschnitt, Konsens per 15.09.2020.  
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



# BEI ANLEIHEN SIND RISIKOPRÄMIEN TRUMPF

## AUF DEN PUNKT

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

### Voran auf dem Rückweg in die Normalität

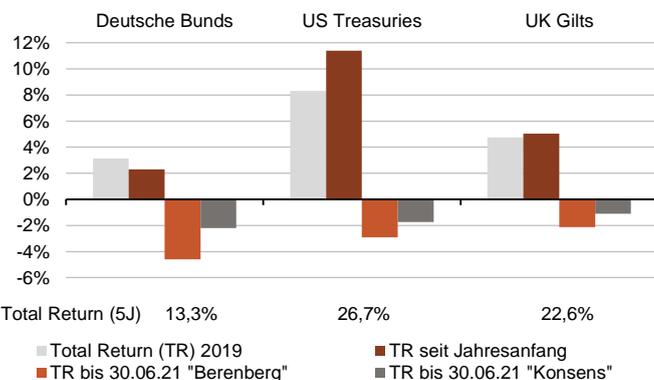
Obwohl die Ungewissheit über die weitere Entwicklung des Coronavirus fortbesteht, ist unsere Basisannahme eine fortschreitende Normalisierung des Wirtschaftslebens bis zum Jahresende. Erneute weitreichende Beschränkungen erwarten wir nicht, sie sind aber ein Risikoszenario. Das bedeutet für die Anleihemärkte, dass überwiegend fundamentale Faktoren das Geschehen bestimmen sollten und die Risikoscheu weiter abebbt.

### Staatsanleihen weitgehend uninteressant

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

### Sichere Staatsanleihen nur noch zur Absicherung interessant

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



Zeitraum: Zeitraum: 15.09.2015-15.09.2020  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7-10 Jahre, TR)

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

### Unternehmensanleihen: teurer Richtung Jahresende

Über den Sommer konnten mit Unternehmensanleihen jeglicher Couleur ansehnliche laufende Erträge erzielt werden. Stetige Zentralbankkäufe und Fondszuflüsse hielten die Nachfrage nach Unternehmensanleihen im negativen Zinsumfeld hoch, ebenso bot die noch immer relativ hohe Kasseposition vieler Marktteilnehmer Aussicht auf weiteres Kurspotenzial. Dem stand, speziell in den Urlaubsmonaten Juli und August, ein stark rückläufiges Volumen an Neuemissionen (siehe linke Grafik auf Seite 11) bei vergleichsweise leergeräumten Handelsbüchern der Banken gegenüber. Das Ergebnis war und ist auf den Handelsschirmen zu erkennen: Das Marktgeschehen gestaltet sich einseitig und große Kauforders warten zum Teil erfolglos auf Ausführung. Wir gehen davon aus, dass die Entwicklung der Neuemissionsaktivität bis zum Jahresende ein ausschlaggebender Faktor für die Wertentwicklung der Anlageklasse sein wird. Im Falle eines eher geringen Volumens würde sich der Einengungsdruck auf die Risikoaufschläge weiter verstärken. Doch selbst eine sehr starke Primärmarktaktivität wie in der ersten Jahreshälfte sollte vom Markt gut absorbierbar sein. Es bedürfte schon neuer Rekord-Emissions-

### Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zur Jahresmitte und zum Jahresende 2021

	15.09.2020 Aktuell	30.06.2021	31.12.2021		
<b>USA</b>					
Leitzins	0,00-0,25	0,00-0,25	0,25	0,00-0,25	0,30
10J US-Rendite	0,68	1,25	0,97	1,40	1,16
<b>Eurozone</b>					
Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10J Bund-Rendite	-0,48	-0,10	-0,25	0,10	-0,17
<b>Großbritannien</b>					
Leitzins	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
10J Gilts-Rendite	0,22	0,50	0,39	0,60	0,57

\* Durchschnitt, Konsens per 15.09.2020.  
Quelle: Bloomberg

volumen, um nachhaltige Spreadausweitungen zu verursachen. Dies ist angesichts der zahlreichen Maßnahmen zur Liquiditätsbeschaffung von Unternehmen in den ersten Monaten des Jahres jedoch unwahrscheinlich. Als weitere positive Treiber sind anhaltend bessere Makrokennzahlen, sich stabilisierende Unternehmensergebnisse und erste Rating-Upgrades zu nennen. Wenn gleich zahlreiche Segmente im historischen Kontext nicht mehr günstig sind, halten wir an unserem Übergewicht fest. Allerdings erhöhen wir zum jetzigen Zeitpunkt die Portfoliosensitivität gegenüber Kreditrisiken nicht weiter, sondern würden eventuelle Renditeanstiege nutzen, um das Durationsuntergewicht zur Benchmark zu reduzieren, indem wir längerlaufende Anleihen höherer Bonität sukzessive aufbauen.

#### Schwellenländeranleihen: Risikoprämien in Hartwährung attraktiv

Im Laufe des dritten Quartals setzten sowohl Hart- als auch Lokalwährungsanleihen ihre freundliche Entwicklung aus den vorangegangenen Monaten fort. Trotz weltweit wieder steigender Covid-19-Ansteckungsraten waren beide Anlageklassen stark nachgefragt. Stabile Rohstoffpreise und ein schwächerer US-Dollar trugen nachhaltig dazu bei. Bei genauerer Betrachtung der positiven Performance ist festzustellen, dass diese zum größten Teil auf die Einengung der Risikoaufschläge zurückzuführen ist. Auch nahmen die Kapitalzuflüsse in die Assetklasse im Zeitverlauf kontinuierlich zu. Die aktuellen Risikoaufschläge für Staats- wie auch für Unternehmensanleihen in Hartwährungen sehen wir weiterhin als attraktiv an. Fokussiert man sich beispielsweise auf Länder und Unternehmen mit stabilem Krisen- und Wirt-

schaftsmanagement sowie gutem Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten, bieten Anleihen aus dem Ratingbereich BBB-A noch immer mehr als zwei Prozentpunkte höhere Renditen als deutsche Staatsanleihen, bei abgesichertem Währungsrisiko. Sollten sich die Entwicklungen moderat steigender Zinsen am US-Staatsanleihemarkt sowie besser als erwarteter Konjunkturdaten fortsetzen, erwarten wir allerdings eine Outperformance des High-Yield-Segments. Trotz der bereits stark gesunkenen Renditen von Lokalwährungsanleihen stufen wir diese aufgrund des Währungsaufholpotenzials, einhergehend mit fortgesetzter US-Dollar-Schwäche, mittelfristig als lohnenswert ein.

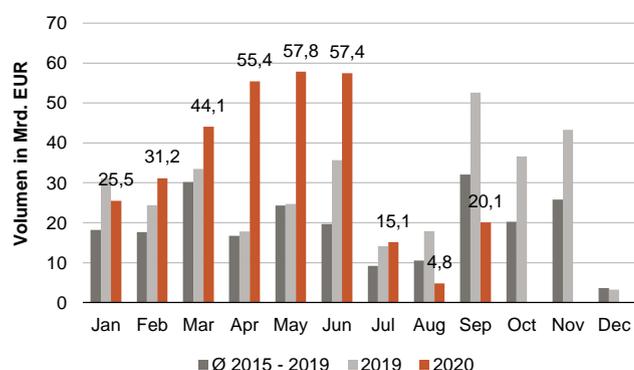
#### Fazit: Risikoprämien sind ein Must-have

Wird das vierte Quartal wie von uns erwartet nicht von negativen Corona-Nachrichten bestimmt, dürften sichere Staatsanleihen in den kommenden Monaten Verluste einfahren. In unserem Hauptszenario bilden (leicht) steigende Zinsen somit einen grundsätzlichen Belastungsfaktor, dem sich Anleger durch eine Positionierung in risikoprämientragenden Instrumenten entgegenstellen sollten. Dafür kommen sowohl Unternehmens- als auch Schwellenländeranleihen, Letztere besonders in Hartwährung, in Betracht. Denn wir erwarten eine Fortsetzung des Trends sich einengender Risikoaufschläge, unterstützt durch eine globale Konjunkturerholung. Im Falle (leicht) steigender US-Renditen dürften im Segment der Schwellenländer Hochzinspapiere besser abschneiden als solche aus dem Investmentgrade-Bereich.

Martin Mayer, Senior Portfolio Manager Multi Asset  
Christian Bettinger, Leiter Fixed Income  
Robert Reichle, Leiter Emerging Markets Selection

#### Unternehmensanleihen: hohe Nachfrage bei sinkendem Angebot

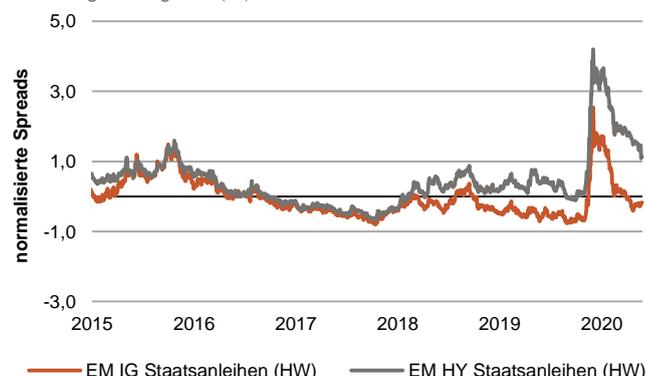
Nach einer zunächst überdurchschnittlich hohen Primärmarktaktivität sank das Neuemissionsvolumen ab August deutlich unter das Niveau der Vorjahre



Zeitraum: 01.01.2015-15.09.2020  
Quelle: Bloomberg

#### Schwellenländer: höherverzinsliche Staatsanleihen mit Potenzial

Die Risikoaufschläge für Hochzins-Staatsanleihen (HY) liegen im Gegensatz zum Investmentgrade-Segment (IG) deutlich über dem Durchschnitt



Zeitraum: 15.09.2015-15.09.2020, Quelle: J.P. Morgan  
Darstellung: Z-Score, gleitender 15-Jahre-Durchschnitt, HW = Hartwährung



## NICHT NUR GOLD GLÄNZT

### Corona-Impfstoff würde Rohölnachfrage beflügeln

Die Erholung am Ölmarkt setzte sich im dritten Quartal zunächst, wenngleich in langsamerem Tempo, fort. Neben dem schwachen US-Dollar und positiver Saisonalität wirkte vor allem die ungewöhnlich hohe Förderdisziplin der OPEC+ unterstützend. Die jüngsten Nachfragesorgen zeigen allerdings, dass es für einen weiteren, nachhaltigen Preisanstieg die breite Verfügbarkeit eines Corona-Impfstoffes braucht. Denn erst dann ist mit einer signifikanten Nachfrageerholung im Transportsektor, dem wichtigsten Verbraucher von Rohöl, zu rechnen. Die US-Schieferölindustrie dürfte hingegen nicht zu alter Stärke zurückfinden. Denn aufgrund der nötigen Kapitaldisziplin dürfte die Bohraktivität weiter gering bleiben. Da die Wahrscheinlichkeit eines wirksamen Impfstoffes stetig steigt, dürfte Rohöl trotz typischerweise schwacher Herbstmonate bei Einhaltung der OPEC+-Kürzungen Unterstützung erfahren.

### Das goldene Zeitalter hält an

Obwohl in den vergangenen Monaten die Konjunkturerholung einsetzte, konnte Gold auch in diesem Umfeld weiter hinzugewinnen – sogar erstmals in der Geschichte die Marke von 2.000 USD je Unze durchbrechen und damit ein neues Allzeithoch markieren. Dank Leitzinsen nahe der 0%-Marke und massiven Anleihekaufprogrammen sind die Opportunitätskosten von Gold als reale Anlage gegenüber anderen nominalen sicheren Häfen derzeit nicht existent. Sicherlich dürfte Gold bei steigenden nominalen Zinsen kurzfristig immer wieder unter Druck geraten, aber auch in diesem Fall bleibt es mittelfristig unterstützt. Denn um die Tragfähigkeit der im Kampf gegen die Corona-Krise stark gestiegenen Schuldenberge vieler Staaten nicht zu gefährden, dürfte das Zinsniveau unterhalb der Inflationserwartung und die Realzinsen damit negativ bleiben.

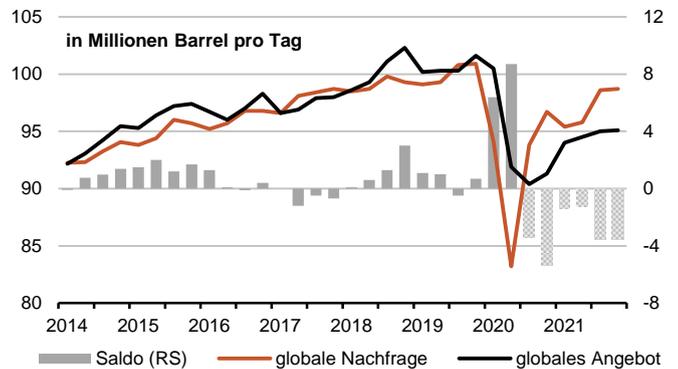
### Industriemetalle dürften einen Gang herunterschalten

Dank Konjunkturerholung und massiven Fiskalprogrammen waren Industriemetalle die großen Gewinner im vergangenen Quartal. Der LME-Index legte ca. 13% zu und notiert damit auch seit Jahresbeginn wieder deutlich im Plus. Die Einkaufsmangerindizes der Industrie signalisieren weiteres Nachfragewachstum, während wichtige Minen in Südamerika noch unter Quarantänemaßnahmen leiden. Mit einem global synchronen Wirtschaftsaufschwung dürften Industriemetalle auch weiterhin hinzugewinnen, wenngleich in vermindertem Tempo. Mittelfristig profitieren einige Metalle zusätzlich vom Nachhaltigkeitstrend.

Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research

### Ölmarkt im Defizit, Ölpreis im Aufwärtstrend

Halten sich die OPEC+-Mitglieder an die vereinbarten Kürzungen, dürfte das von der IEA prognostizierte Defizit den Ölpreis unterstützen

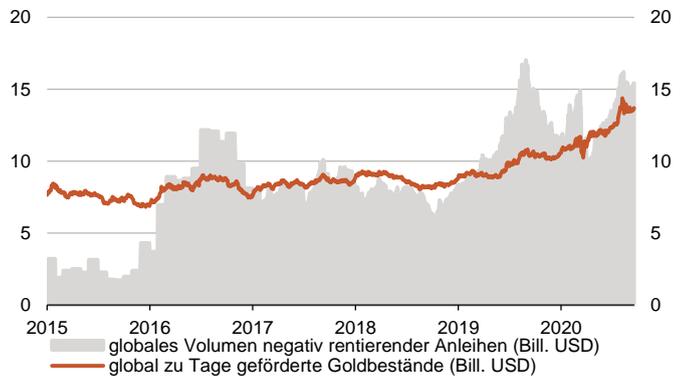


Zeitraum: 01.01.2014-31.12.2021

Quelle: Commerzbank Research, IEA

### Es gibt nicht genug Gold für alle

Würden sämtliche Investoren ihre negativ verzinsten Anleihen in Gold umschichten wollen, würden nicht einmal alle verfügbaren Goldbestände ausreichen



Zeitraum: 01.01.2015-15.09.2020

Quelle: Bloomberg, World Gold Council, eigene Berechnungen

### Industriemetalle profitieren von Konjunkturerholung

Mit der Erholung der Industrie konnten auch die Industriemetalle hinzugewinnen. Ein global synchroner Aufschwung dürfte zusätzliches Potenzial bieten



Zeitraum: 01.01.2014-15.09.2020

Quelle: Bloomberg



# DEWEISENMARKT: US-DOLLAR UNTER DRUCK

## Bewegung am Devisenmarkt

Nachdem der Devisenmarkt im zweiten Quartal noch recht ruhig war, nahm er im Juli Fahrt auf. Bemerkenswert ist die Aufwärtsbewegung des Euro zum US-Dollar: Ausgehend von gut 1,12 US-Dollar je Euro legte die Gemeinschaftswährung kräftig zu und markierte Mitte August ein vorläufiges Hoch bei fast 1,20.

## Europa während der Pandemie überzeugender als die USA

Die EU hat auf einem Sondergipfel Mitte Juli einen „Wiederaufbaufonds“ beschlossen – ein wichtiges Signal für die Märkte. Obwohl die Details des neuen Fonds nicht so ambitioniert ausgefallen sind wie von der EU-Kommission vorgesehen, überwiegt an den Märkten doch der Eindruck der europäischen Solidarität. Die EU-Länder werden die Wirtschaft nach der Corona-Pandemie mit vereinten Kräften wiederbeleben. Die Euro-Zerfallsängste werden deshalb am Devisenmarkt ausgepreist.

Der Anstieg des Euro ist aber nicht nur auf die eigene Stärke zurückzuführen. Vielmehr reflektiert der höhere Wechselkurs die aktuelle Schwäche der US-Währung. Momentan steht der Dollar aus verschiedenen Gründen bei den Anlegern nicht hoch im Kurs. Dazu gehören das mangelhafte Management der Corona-Pandemie, die generell schwache politische Führung und die innenpolitischen Unruhen. Zudem ist der Dollar als „Safe haven“-Währung weniger gefragt, weil sich die Finanzmärkte erholt haben und der realwirtschaftliche Schock allmählich verdaut wird. Folgerichtig wird die hohe Dollar-Bewertung aus dem März 2020, als verunsicherte Anleger Kapital in die USA umschichteten, korrigiert. Einen Abgang auf den Dollar, wie er angesichts der jüngsten Kursverluste gelegentlich angestimmt wird, halten wir gleichwohl nicht für sachgerecht, denn der Dollar ist auf dem aktuell niedrigeren Niveau keineswegs schwach. In den nächsten Wochen kann die US-Präsidentenwahl für Volatilität sorgen.

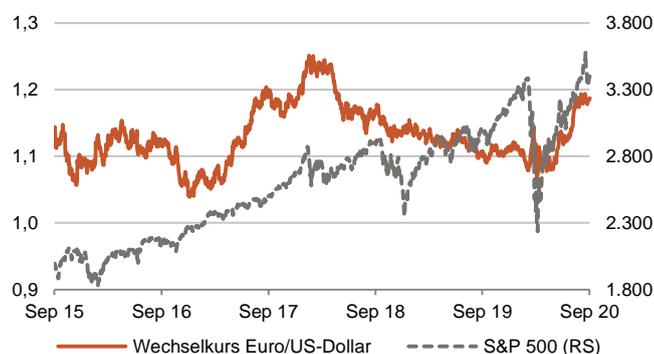
## Neue geldpolitische Strategie der US-Notenbank Fed

Fed-Präsident Powell hat auf der Notenbanktagung in Jackson Hole eine neue Strategie angekündigt. Bisher hat die Notenbank angestrebt, die Inflationsrate auf einen Wert von 2 % zu bringen. Künftig wird sie sich mehr Spielraum geben und auch Inflationsraten von mehr als 2 % akzeptieren, wenn die Inflation zuvor längere Zeit unter diesem Zielwert gelegen hatte, sodass die Inflation von 2 % im Durchschnitt angestrebt wird („Average Inflation Targeting“). Zudem wird die Fed im Rahmen ihres dualen Mandats der Arbeitsmarktentwicklung mehr Gewicht geben. Diese neue Strategie dürfte den Dollar insgesamt schwächen.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

## EUR/USD: Euro profitiert von eigener Stärke und Dollarschwäche

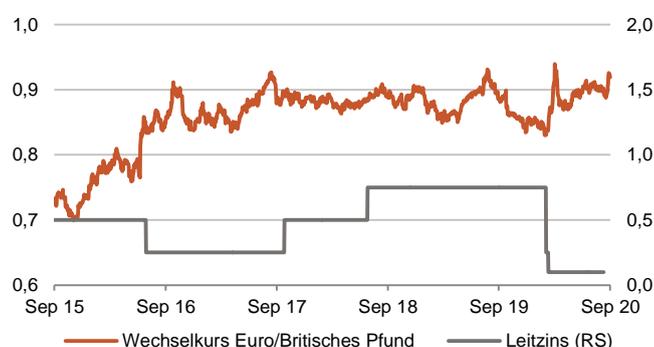
Der US-Dollar ist aktuell auch deshalb nicht gefragt, weil die Risikoneigung an den Märkten gestiegen ist



Zeitraum: 15.09.2015-15.09.2020  
Wechselkurs in US-Dollar; S&P 500 Index in Punkten. Quelle: Bloomberg

## EUR/GBP: Brexit erneut im Fokus

Erneute Sorgen vor hartem Brexit setzen das Pfund unter Druck



Zeitraum: 15.09.2015-15.09.2020  
Wechselkurs in GBP, Leitzins in %. Quelle: Bloomberg

## Wechselkursprognosen

US-Dollar-Schwäche dürfte anhalten

	15.09.2020	30.06.2021		31.12.2021	
Wechselkursprognose	Aktuell	€	Ø*	€	Ø*
EUR/USD	1,18	1,22	1,20	1,23	1,23
EUR/GBP	0,92	0,90	0,90	0,88	0,90
EUR/CHF	1,08	1,10	1,09	1,11	1,12
EUR/JPY	125	127	127	128	131
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-2,9	-1,3	-3,7	-3,7
GBP	-	2,1	2,1	4,4	2,1
CHF	-	-2,2	-1,3	-3,1	-3,9
JPY	-	-1,6	-1,6	-2,4	-4,3

\* Durchschnitt, Konsens per 15.09.2020  
Quelle: Bloomberg



## INTERVIEW MIT ROBERT REICHLÉ

**Herr Reichle, Sie konzentrieren sich bei Berenberg als Portfolio-manager auf Schwellenländeranleihen. Was bestimmt Ihren Arbeitsalltag?**

Das Management von Schwellenländeranleihen ist ein globales Geschäft. Morgens schaut man nach Asien und analysiert die Nachrichten der Nacht. Dann müssen alle Risikosysteme überprüft werden: Haben sich die Risikoaufschläge bei Staats- oder Unternehmensanleihen signifikant verändert? Müssen Währungspositionen angepasst werden? Auf Asien folgen dann Afrika und Osteuropa, und schließlich am Nachmittag Lateinamerika. Diese Region ist stark an die US-Börsen gekoppelt und kann das Tagesgeschehen in den Emerging Markets oftmals nochmal komplett drehen. Dazu kommen der tägliche Austausch mit Kollegen, das ständige Verbessern der Investmentprozesse und sehr viel Research.

**Haben Sie einen persönlichen Bezug zu Schwellenländern oder wie kommt man zu diesem Job?**

2004 habe ich als Trainee am sogenannten Emerging Markets Structured Credit Trading Desk der WestLB in London gearbeitet. Dort bekam ich erste Einblicke in den Handel mit Schwellenländeranleihen, Credit Default Swaps sowie Währungs- und Bondoptionen aus diesen Märkten. Der Funke sprang schon damals über. Interessanterweise kamen auch viele meiner direkten Kollegen während meiner beruflichen Auslandsaufenthalte aus Schwellenländern, etwa aus Armenien oder Mexiko. Und auch privat zieht es mich häufig in Schwellenländer, so war ich unter anderem schon auf längeren Reisen in Brasilien, Costa Rica oder Myanmar.

**Sind Schwellenländeranleihen nicht ein hochriskantes Investment?**

Ja und nein, genaues Hinschauen ist extrem wichtig. Die Länder und häufig auch Unternehmen entwickeln sich teilweise äußerst heterogen. Die Aufgabe von uns aktiven Managern ist es, die Perlen zu finden und die Zahlungsausfallkandidaten wie zuletzt Argentinien, Libanon oder Ecuador zu vermeiden. Generell sind natürlich Schwellenländeranleihen mit mehr Risiko behaftet als Anleihen aus den entwickelten Ländern. Da spielen neben der noch immer hohen Abhängigkeit von Rohstoffpreisen Themen wie Intransparenz oder Korruption, insbesondere im Staatsbereich, eine große Rolle. Aber gerade dort können durch die Integration von Nachhaltigkeitskriterien (ESG) Risiken verringert werden. Im besten Fall können sogar Chancen erkannt werden, indem man Länder oder Unternehmen selektiert, die solche Risiken aktiv angehen.



**Was unterscheidet Schwellenländeranleihen von Anleihen in entwickelten Ländern? Und was ist der Unterschied zwischen Lokal- und Hartwährungsanleihen?**

Schwellenländeranleihen zeichnen sich vor allem durch vergleichsweise noch sehr auskömmliche Renditen, aber auch durch grundsätzlich höhere Volatilität aus. Meist haben sie auch eine relativ geringe Korrelation zu anderen Anleihe-segmenten. Bei der Wahl der Währung geht es oft um die Strategie der Anleger. Anlagen in Lokalwährungsanleihen sollten tendenziell eher langfristig orientiert sein. Kurzfristig kann die Währungsvolatilität schon mal extrem hoch sein und die tendenziell hohen Renditen in Lokalwährung deutlich überkompensieren. Bei Ländern mit starkem wirtschaftlichem Aufholungspotenzial bieten sich Lokalwährungsanleihen an, da man hier möglicherweise an einer Währungsaufwertung partizipieren kann. Hartwährungsanleihen, die in US-Dollar oder Euro denominated sind, orientieren sich an der Veränderung der Risikoaufschläge der Anleihen und haben in den meisten Marktphasen ihre Berechtigung. Der größte Einflussfaktor hier sind die Renditen von US-Staatsanleihen, an die die meisten Hartwährungsanleihen gekoppelt sind.

**Was ist Ihre Investmentphilosophie?**

Meiner Auffassung nach gibt es am Markt für Schwellenländeranleihen Ineffizienzen. Als aktiver, diszipliniert agierender Manager kann man deshalb mit einem systematischen Investmentprozess im Verhältnis zum eingegangenen Risiko einen überproportiona-



len Ertrag erzielen. Aufgrund der Größe des Investmentuniversums ist einerseits eine systematische Vorgehensweise sehr wichtig, andererseits erfordern Marktliquidität, Primärmarktaktivität oder sogenannte schwarze Schwäne auch mal abwägendes und handlungsschnelles Agieren des Portfoliomanagers abseits des regelbasierten Investmentprozesses.

#### **ESG und Schwellenländer - wie passt das zusammen?**

ESG und Schwellenländer schließen sich nicht aus – im Gegenteil. Nachhaltigkeit für Schwellenländer ist sogar sehr sinnvoll, weil man in diesen Ländern oder Unternehmen, die vielfach noch in einer frühen Phase ihrer wirtschaftlichen Entwicklung sind, wirklich nachhaltige Effekte und nachhaltigen Einfluss spüren kann. Neben gängigen harten Ausschlusskriterien beinhaltet unser Investmentprozess einen dreiteiligen „Best-in-Class“-Ansatz, der nur die besten Staaten und Unternehmen basierend auf ihrem Nachhaltigkeitsrating, ihrem Finanzrating und ihrer fundamentalen Stärke selektiert. Wir greifen für jeden einzelnen Nachhaltigkeitsbereich auf die jeweils spezialisierte Expertise unabhängiger Ressourcen zurück. Insgesamt beziehen wir Nachhaltigkeitsdaten von 15 Research-Anbietern und Nichtregierungsorganisationen. Darüber hinaus nutzen wir dezidiertes ESG-Research vom Datenanbieter MSCI, mit dem wir uns zusätzlich über aktuelle ESG-Trends aktiv austauschen.

#### **Welche Auswirkungen hat(te) die Corona-Krise auf Schwellenländer und deren Anleihemärkte?**

Auch am Markt für Schwellenländeranleihen herrschte Panik, insbesondere Mitte März kam es zu einer extremen Ausweitung der Risikoaufschläge, über alle Länder- und alle Unternehmensanleihen hinweg. Es gab keinen Rückzugsbereich, auch Währungen werteten extrem ab. Kapitalmarktteilnehmer stießen über wenige Wochen Milliarden an Kapital ab. Doch die Situation beruhigte sich deutlich schneller als die Pandemie. Aufgrund des homogenen Abverkaufs ergaben sich einige Opportunitäten in weniger betroffenen Ländern. Im Zuge der sich fortsetzenden globalen Erholungsbewegung kehrten im zweiten und dritten Quartal auch die Anleger zurück. Aufgrund der noch immer hohen Renditen, auch relativ zu allen anderen Anleihe-segmenten, erscheinen Schwellenländeranleihen aktuell attraktiver denn je.

#### **Wie zufrieden sind Sie mit der Performance Ihrer Fonds?**

Wir können mit der Performance beider Publikumsfonds seit

Jahresbeginn durchaus zufrieden sein. Beide Fonds können aktuell sowohl absolut als auch risikoadjustiert ihre jeweilige Benchmark übertreffen. Entscheidend dafür war unter anderem im EM Bonds Fonds das gute Timing in der Risikoreduktion noch vor den volatilsten Tagen im März sowie im Sustainable EM Bonds Fonds die Erhöhung der Quote an EM-Unternehmensanleihen auf 30%, ebenfalls noch vor Corona. Im Rahmen der Reallokation im Mai wurden dann beide Fonds wieder offensiver positioniert, was in der jüngsten Aufwärtsbewegung sehr geholfen hat. Beide Fonds behaupten sich sehr gut im Wettbewerbsvergleich, und das nicht nur seit Jahresbeginn, sondern seit Auflage vor zehn bzw. vor knapp drei Jahren.

#### **Wie sieht Ihre Zusammenarbeit mit den Kollegen im Portfoliomanagement für Anleihen und aus dem Bereich Multi Asset aus?**

Als Teil der Fixed-Income-Abteilung im Multi-Asset-Bereich stehe ich im ständigen Austausch mit meinen Kollegen. Wir halten uns gegenseitig auf dem neuesten Stand, um Projekte und Innovationen zu besprechen mit dem Ziel, das Team als Ganzes nach vorne zu bringen. Da bin ich ein Teil von vielen und bringe meine Expertise auch im Rahmen von verschiedensten Publikationen, von Anlageideen oder bei unseren monatlichen Investment-Komitees mit ein. Andererseits profitieren auch die von mir verantworteten Fonds von den Einschätzungen und Überzeugungen meiner Kollegen.

## **KURZVITA**

Robert Reichle leitet den Bereich Fixed Income Emerging Markets bei Berenberg. Dabei verantwortet er insbesondere die Investmentprozesse für Emerging-Markets- sowie globale Staatsanleihen. Der Diplom-Wirtschaftswissenschaftler arbeitet seit 2004 in der Finanzbranche und seit Januar 2010 bei Berenberg. Er ist Chartered Financial Analyst (CFA) und besitzt das Certificate in Quantitative Finance (CQF), das Certificate in Computational Finance sowie einen Master in internationaler Volkswirtschaft von der Universität Pantheon-Sorbonne.



# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

**Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie**

## AUTOREN

**Christian Bettinger, CFA | Leiter Fixed Income**

Managt den Fonds Berenberg-1590-Ertrag und konzentriert sich inhaltlich auf die Märkte für 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 Emerging Markets Selection**

Verantwortet den Bereich Emerging Markets und Global Bonds ex Euro im Berenberg Quant Asset Management

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

Datum: 18. September 2020

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[multiasset@berenberg.de](mailto:multiasset@berenberg.de)