



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

NORMALISIERUNG

Auf das Jahr des Virus, der Einschränkungen und der Rezession dürfte ein Jahr des Impfstoffes, der Öffnung und der Konjunkturerholung folgen.

RÜCKENWIND

Negative Realzinsen, lockere Geld- und Fiskalpolitik, hohe Liquiditätsbestände, steigende Gewinne und ihre relative Bewertung sprechen für Aktien. Aber sobald alle Anleger positioniert sind, dürfte es für den Gesamtmarkt schwieriger werden.

ROTATIONSPOTENZIAL

Bei weiter anziehenden Inflationserwartungen oder gar steigenden Realzinsen, droht ein noch deutlicherer Favoritenwechsel.

Q1 | 2021



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,
im vierten Quartal haben die Märkte zunehmend eine weltweite Konjunkturerholung eingepreist. Globale Aktien brachen aus dem seit Anfang Juni bestehenden Seitwärtskanal nach oben aus. Besonders zyklischere und Value-lastigere Anlagen wie Rohstoffe, Small Caps, Schwellenländeraktien und -anleihen profitierten.

Trotz der erneuten Lockdown-Belastungen hatten wir eine solche Marktentwicklung erwartet und erachten sie als gerechtfertigt. Mit US-Präsident Biden besteht nicht nur Hoffnung auf deutliche Investitionen in (grüne) Infrastruktur, er dürfte auch wesentlich diplomatischer in der Außenpolitik agieren. Und dass bald Impfstoffe breiter zur Verfügung stehen dürften, ist ein großer Schritt im Kampf gegen die Pandemie. Im Jahr 2021 dürfte sich alles Schritt für Schritt normalisieren. Auf das Jahr des Virus, der Einschränkungen und der Rezession dürfte ein Jahr des Impfstoffes, der Öffnung und der Konjunkturerholung folgen. Unsere Volkswirte sind überzeugt: Die Ampeln für die Konjunktur stehen auf Grün. Sie erwarten einen global synchronisierten Aufschwung bei zunächst niedriger Inflation. Fiskal- und Geldpolitik unterstützen weiter. So werden die Gelder des EU-Wiederaufbaufonds erst sukzessive in den nächsten Jahren fließen. Auch eine Normalisierung der extrem lockeren Geldpolitik ist vorerst nicht zu erwarten.

Stehen damit die Ampeln an den Kapitalmärkten für 2021 auch auf Grün? Wir befinden uns in der Frühphase eines globalen Konjunkturaufschwungs, der mehrere Jahre tragen dürfte. Die Unternehmensgewinne werden deutlich steigen und das Geldmengenwachstum ist stark. Das ist für Aktien eine sehr gute Ausgangssituation. Jedoch haben die Kapitalmärkte mit der Erholung seit März 2020 einen Großteil dieser Entwicklung bereits eingepreist. Die Stimmung der Anleger hat sich aufgehellt. Es besteht zwar noch keine Euphorie, aber Skepsis ist zunehmendem Optimismus gewichen. Trotzdem gibt es weiteres Potenzial, denn die Volatilität ist noch erhöht und die Bewertung von Aktien relativ zu Anleihen ist weiter attraktiv. Rückläufige Volatilität würde systematische Anlagestrategien verstärkt zurück in Aktien

bringen. Eine Übertreibung nach oben ist nicht ausgeschlossen. Ich bleibe jedoch bei meiner Einschätzung: Wenn eine breite Verfügbarkeit eines Impfstoffes gegeben ist, wird das nicht der Startpunkt einer positiven Aktienmarktentwicklung sein, sondern eher ein zumindest temporärer Höhepunkt. Die erfolgreiche Bekämpfung der Pandemie wird aktuell, da die Hoffnung aus guten Gründen wächst, am Aktienmarkt eingepreist. Wenn alle Anleger positioniert sind und Euphorie herrscht, heißt es, vorsichtiger zu werden. Dies gilt es zu beobachten – insbesondere sollten Inflationserwartungen und Anleiherenditen im Zuge des Aufschwungs deutlicher anziehen.

Im Insights-Interview diskutieren Nico Baum, Leiter Innovation & Data, und ich, welche Rolle Big Data und Künstliche Intelligenz bereits an den Märkten und in unserem Anlageprozess spielen. Ich wünsche Ihnen alles Gute für das Jahr 2021.

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Märkte haben Konjunkturerholung im Visier	
Volkswirtschaft	Seite 6
Kräftiger Aufschwung in Sicht	
Aktien	Seite 8
Steigende Gewinne, fallende Bewertungen	
Anleihen	Seite 10
Schwellenländer bleiben favorisiert	
Rohstoffe	Seite 12
Chancenreiche Rohstoffmärkte	
Währungen	Seite 13
Auf zu neuen Ufern	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview zum Thema Künstliche Intelligenz	
Impressum	Seite 16



MÄRKTE HABEN GLOBALE KONJUNKTURERHOLUNG IM VISIER

AUF DEN PUNKT

- Das Abebben politischer Risiken und die Covid-19-Impfstoffe machen den Weg frei für eine zyklische Erholung mit global synchronisiertem Wachstum.
- Die Kapitalmärkte haben das Coronavirus hinter sich gelassen und schauen nach vorne. Die Anlegerstimmung hat sich aufgeheitert, Euphorie herrscht aber noch nicht. Die Reallokation von Liquidität hin zu Aktien hat noch viel Potenzial.
- Systematische Anlagestrategien sollten mit weiter abnehmenden Volatilitäten verstärkt in Aktien zurückkehren.
- In das Jahr 2021 hinein bleibt zunächst eine offensivere Positionierung mit klaren zyklischen Elementen angebracht.

tung von Aktien erachten wir auch in das Jahr 2021 hinein für richtig. Die Volatilität dürfte weiter sinken und Aktien die Nase vorne haben. Schwellenländer und Europa dürften hier besonders von einer Erholung des globalen Wachstums profitieren. Zudem dürften Schwellenländerwährungen weiter zulegen. Vor allem in Europa, aber auch in den USA setzen wir verstärkt auf Small Caps. Die starke Untergewichtung von Großbritannien innerhalb Europas haben wir deutlich zurückgefahren. Die Brexit-Unsicherheit hinter sich lassend könnten britische Aktien zum Überraschungssieger 2021 werden. Sie sind relativ günstig bewertet und bei Anlegern deutlich untergewichtet. Wir erwarten, dass Renditen sicherer Staatsanleihen im Aufschwung graduell steigen. Wir bleiben untergewichtet. Unternehmens- und besonders Schwellenländeranleihen bieten weiter Rendite, aber das Potenzial für sich einengende Risikoaufschläge ist nach der starken Entwicklung der letzten Monate begrenzt. Der US-Dollar sollte weiter abwerten. Gold bleibt angesichts negativer Realzinsen und steigender Staatsverschuldungen unterstützt. Zyklische Rohstoffe scheinen jedoch kurzfristig attraktiver.

Portfoliopositionierung auf einen Blick

Wir haben seit September die Aktienquote weiter erhöht und die Portfolios zyklischer ausgerichtet. Eine deutliche Übergewich-



Rückblick 2020 - versöhnlicher Abschluss im vierten Quartal

2020, ein Jahr zum Erinnern. Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie führten zum schlimmsten Einbruch der Weltkonjunktur in Friedenszeiten. Zentralbanken und Regierungen stemmten sich mit beispielloser Fiskal- und Geldpolitik dagegen. Die Wirtschaft begann sich schnell zu erholen. Die Erholung geriet mit den erneuten Beschränkungen in Q4 etwas ins Stocken, aber absehbare Impfstoffe gaben Hoffnung auf eine weitere Normalisierung. Die Kapitalmärkte haben sich nicht minder spektakulär entwickelt, inklusive etlicher Superlative, wie des schnellsten und kürzesten Bärenmarktes, der schnellsten Rückkehr in einen Bullenmarkt und zahlloser extremer Marktbewegungen. All dies ist ein weiterer Beleg für die von uns in den letzten Jahren immer wieder thematisierte veränderte Marktstruktur, die ein opportunistischeres Anlegerverhalten erfordert.

Im vierten Quartal preisten die Kapitalmärkte die wahrscheinlicher werdende globale Konjunkturerholung im Jahr 2021 zunehmend ein (obere Abb. S. 5). Aktien holten nach den zähen Sommermonaten weiter auf und drehten für das Gesamtjahr überwiegend ins Plus. Kaum jemand hatte das im Frühjahr für möglich gehalten. Schwellenländer und Europa profitierten in Q4 besonders. Der Ölpreis legte deutlich zu, blieb aber seit Jahresanfang der größte Verlierer. Gold gab im positiven Umfeld des vierten Quartals einen Teil seiner starken Jahresperformance ab.

Ampeln für die Weltkonjunktur 2021 stehen auf Grün

Bleiben die Corona-Restrisiken wie Impfmisserfolge aufgrund geringer Effektivität, niedrige Impfbereitschaft, Nebenwirkungen

der Impfung oder Virusmutation aus, dürfte die Weltkonjunktur im Jahr 2021 stark zulegen. Die Sparquoten sind in den USA und Europa deutlich gestiegen – Aufholeffekte bei den Ausgaben dürften stützen. Zudem sollten staatliche Investitionsausgaben und Unternehmensinvestitionen das Wachstum treiben. Wir sind in weiten Teilen der Welt in der Frühphase eines kräftigen, mehrjährigen Aufschwungs. Die Inflation ist niedrig und die Geld- und Fiskalpolitik unterstützt. Das ist eine gute Ausgangssituation. In den letzten Jahren befürchteten Marktteilnehmer ständig eine kommende Rezession, weil der Aufschwung bereits so lange angehalten hatte und dann auch noch der Handelskrieg belastete. Heute liegt diese hinter uns.

Unternehmensinvestitionen als Wachstumstreiber

Die Unsicherheit (Brexit, Handelskrieg, US-Wahl, Corona-Krise) hat neben den einbrechenden Unternehmensgewinnen dafür gesorgt, dass Unternehmensinvestitionen stark eingeschränkt wurden (mittlere Abb. S. 5). Auch hier besteht Nachholbedarf. Klarheit beim Brexit, weniger Lärm im Handelskrieg und wieder deutlich steigende Unternehmensgewinne dürften Unternehmensinvestitionen ab 2021 deutlich anziehen lassen. Nach einem Gewinneinbruch um 17% bzw. 5% in den Industrie- und Schwellenländern im Jahr 2020 indizieren die Konsensuserwartungen ein Gewinnwachstum von 26% bzw. 33% für das Jahr 2021 und weiter steigende Gewinne im Folgejahr. Das Ende der Unsicherheit vom Brexit wird Investitionen freisetzen, da die Unternehmen endlich wissen werden, wie sie ihre gesamteuropäischen Lieferketten umstrukturieren können. Mit mehr Planungssicherheit nach der Corona-Krise und mit einem Präsidenten Biden

Öl und Aktien (insbes. EM) mit starker Entwicklung in Q4; Gold trotz deutlicher Q4-Verluste top in 2020; US-Dollar fällt weiter

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und Q4 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.*
	■ YTD (31.12.19-14.12.20)		14.12.19	14.12.18	14.12.17	14.12.16	14.12.15		
	■ Q4 (30.09.20-14.12.20)		14.12.20	14.12.19	14.12.18	14.12.17	14.12.16		
Gold	-6,5	11,2	13,4	21,2	3,0	-1,9	12,5	14.12.15 14.12.20	14.12.15 14.12.20
S&P 500		6,1 4,9	7,2	26,4	4,3	8,5	17,8	12,6	20,2
MSCI EM		5,6	7,5	16,7	-7,4	18,7	19,7	10,6	16,3
Euro-Unternehmensanleihen		2,9 2,2	2,7	6,6	-1,9	3,4	4,1	3,0	2,5
Euro-Staatsanleihen		2,3 0,8	2,0	3,8	-0,4	1,0	1,7	1,6	2,1
DAX	-0,2	3,6	-0,4	22,2	-16,9	16,2	10,9	5,5	20,0
Eonia	-0,4 -0,1		-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	0,0
US-Staatsanleihen	-2,3 -3,8		-3,3	8,3	4,6	-8,0	3,8	0,9	6,9
EM-Staatsanleihen	-3,1 0,8		-3,4	15,4	-0,2	-0,9	13,9	4,7	8,4
Stoxx Europa 50	-7,3	6,1	-6,2	22,2	-7,7	11,0	3,7	4,0	17,0
USD/EUR	-7,7 -3,5		-8,4	1,7	4,2	-10,5	4,4	-2,0	7,0
Brent	-38,7	11,7	-37,6	19,6	6,3	0,6	21,0	-0,7	39,7

Zeitraum: 14.12.2015-14.12.2020

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

werden Unternehmen bereit sein zu investieren. Lieferketten dürften überdacht werden, wobei es zunehmend um Aspekte wie Sicherheit, Stabilität und die ökologischen oder gesellschaftlichen Folgen geht. Unternehmen aus den Bereichen Automatisierung, Robotics, Digitalisierung, KI und Halbleiterhersteller dürften ebenso von dieser Entwicklung profitieren wie Industriemetalle.

Mit zunehmender Investitionstätigkeit wird sich im Jahresverlauf auch der Fokus der Unternehmen von der Bilanzreparatur und dem Bondholder-Value wieder in Richtung Shareholder-Value verschieben. Vor diesem Hintergrund ist gut vorstellbar, dass sich im Jahr 2021 sowohl Aktien als auch Rohstoffe besser entwickeln als Unternehmensanleihen, zumal deren Risikoaufschläge bereits jetzt schon wieder unter ihren langfristigen Durchschnitten liegen, Unternehmensanleihefonds bereits deutliche Zuflüsse gesehen haben und die Welle von Insolvenzen erst noch kommen dürfte. Die Jagd nach Rendite und die weiterhin hohen Käufe der Zentralbanken bei begrenzter Emissionstätigkeit dürften aber zunächst eine weitere Einengung der Risikoprämien treiben.

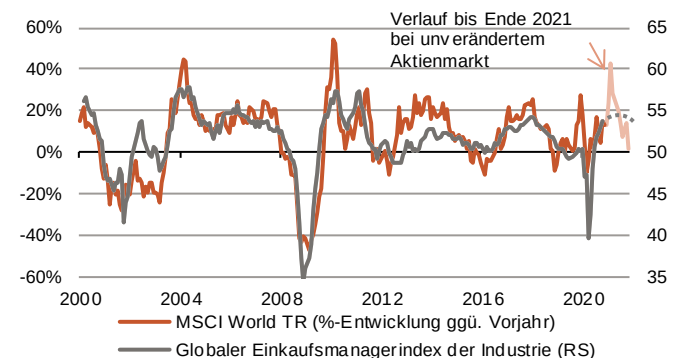
Zins- und Renditeentwicklung das größte Risiko für die Märkte

Im Zuge der Konjunkturerholung könnte es aber zu deutlichen Übertreibungen an den Märkten kommen, die nachfolgend einer schmerzhafteren Korrektur bedürften. Deshalb ist für das Gesamtjahr nicht mit konstant ruhigem Fahrwasser zu rechnen. Neben dem Coronavirus-Restrisiko und den immer bestehenden politischen Risiken ist aus unserer Sicht die Zinsentwicklung das größte Risiko. Wir gehen zwar auch davon aus, dass eine nachhaltig erhöhte realisierte Inflation im Jahr 2021 noch kein Thema sein wird. Was aber, wenn im Zuge des Aufschwungs der Ölpreis auf 60–70 USD/bbl steigt? Die Input- und Outputpreisindizes des amerikanischen Einkaufsmanagerindex sind bereits auf das höchste Niveau der letzten zehn Jahre gestiegen und die US-Inflationsüberraschungen auf ein 12-Jahres-Hoch. Zumindest dürften die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer anziehen und sich die Renditekurven weiter versteilern (untere Abb.). Am schlimmsten wäre aber ein Anstieg der Realzinsen, denn dieser würde die Bewertung aller Anlageklassen belasten. Zumindest mit Volatilität bei den Anleiherenditen ist zu rechnen. Diese dürfte an den Aktienmärkten nicht spurlos vorbeigehen, zumal sich die Zinssensitivität der Aktienmärkte durch die gestiegenen relativen Bewertungen von und den gestiegenen Anteil an Wachstumstiteln deutlich erhöht hat. Es besteht die Gefahr, dass sich im Verlauf des Jahres 2021 das Bild von positiver Reflationierungshoffnung in negative Inflationsbefürchtung wandelt.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Aktienmarkt preist globale Konjunkturerholung zunehmend ein

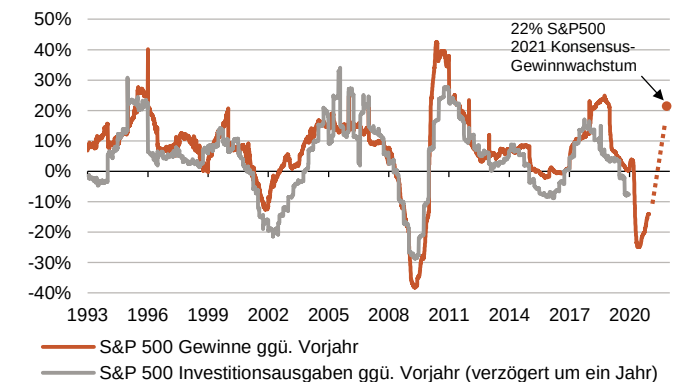
Entwicklung von globalen Aktien ggü. Vorjahr im Vergleich mit dem globalen Einkaufsmanagerindex der Industrie (PMI). PMI nahe 55 über 2021?



Zeitraum: 01.01.2000-31.12.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Steigende Gewinne führen zu Investitionstätigkeit der Unternehmen

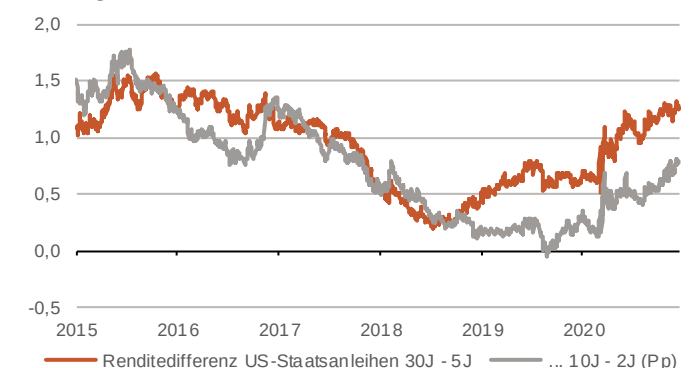
Entwicklung des Wachstums der realisierten Gewinne determiniert die nachfolgenden Unternehmensinvestitionen



Zeitraum: 01.01.1993-14.12.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Inflationserwartungen steigen, Renditestrukturen versteilern sich

Setzt sich die Versteilung der Zinskurven fort, müssten Zentralbanken vermehrt längerlaufende Anleihen aufkaufen oder restriktiver werden



Zeitraum: 01.01.2015-14.12.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



KRÄFTIGER AUFSCHWUNG IN SICHT

AUF DEN PUNKT

- Weltwirtschaft: kräftiger Wiederaufschwung, sobald die zweite Welle der Pandemie abflaut.
- Der Biden-Effekt: Eine ruhigere US-Handelspolitik kann den Welthandel beleben. Gut für Europa.
- Geld- und Fiskalpolitik stützen Konjunktur auch in 2021 stärker als je zuvor. China behält Stimulus ebenfalls bei.

Das Ende zweier Albträume

In den letzten beiden Jahren haben zwei schwere Schocks die Weltwirtschaft erschüttert. Im Jahr 2019 hat US-Präsident Donald Trump durch seinen Handelskrieg gegen China und seine Drohungen gegen die Europäische Union dem Welthandel einen schweren Schlag versetzt. Mehr noch als die Zölle hat die allgemeine Verunsicherung die Konjunktur belastet. Beim Exportweltmeister Eurozone brach daraufhin das Wachstumstempo von etwas über 2% Anfang 2019 auf weniger als 1% Ende 2019 ein. Nachdem die Konjunkturampeln im Zuge eines „Phase 1“-Abkommens zwischen China und den USA Anfang 2020 kurz auf Grün gesprungen waren, stürzte dann die Corona-Pandemie die Weltwirtschaft ab März in die tiefste Rezession seit 90 Jahren.

Für 2021 zeichnet sich das Ende dieser beiden außergewöhnlichen Schocks ab. Der neue US-Präsident Joe Biden ist zwar kein Freihändler. Aber er will mit Verbündeten wie der Europäischen Union, Kanada und Japan eng zusammenarbeiten, statt sie mit

Drohungen zu überziehen. Obwohl viele Streitpunkte zwischen Europa und den USA bleiben, dürften beide Seiten sie in Ruhe besprechen und zudem eine gemeinsame Haltung gegenüber China suchen. Damit dürfte das Risiko eines Handelskrieges zwischen den beiden größten Wirtschaftsräumen der Welt, den USA und der Europäischen Union, vom Tisch sein. Für den Welthandel ist das die beste Nachricht seit mehr als vier Jahren.

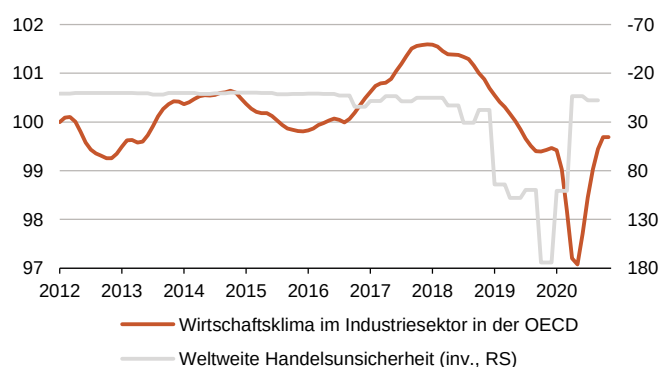
Nach der zweiten Welle der Pandemie

Nach einem kräftigen Wiederaufschwung der Konjunktur von Mai bis Oktober hat die zweite Welle der Pandemie Europa im Spätherbst 2020 erneut hart getroffen. Da die Einschränkungen aber wesentlich gezielter waren als im März und April und zudem das verarbeitende Gewerbe nicht durch unterbrochene Lieferketten mit China gelähmt wurde, ist die wirtschaftliche Aktivität in Europa nur moderat und in den USA vermutlich gar nicht zurückgegangen. Rückläufige Zahlen der Neuinfektionen in Europa, eine Stabilisierung in den USA und die konkrete Aussicht auf wirksame Impfstoffe stützen die Hoffnung, dass die zweite Welle der Pandemie in Kürze auslaufen wird.

Spätestens mit dem Beginn der helleren und wärmeren Jahreszeit im Frühling dürften die Länder der Nordhalbkugel die Einschränkungen des öffentlichen Lebens weitgehend aufheben können. Auch wenn das Virus nicht verschwinden wird, werden medizinische Fortschritte und Impfkampagnen voraussichtlich dafür sorgen, dass ein saisonaler Anstieg des Infektionsrisikos im Herbst 2021 keine gravierenden wirtschaftlichen Folgen mehr haben muss.

Ausblick 2021: kräftiger Wiederaufschwung nach zwei Albträumen

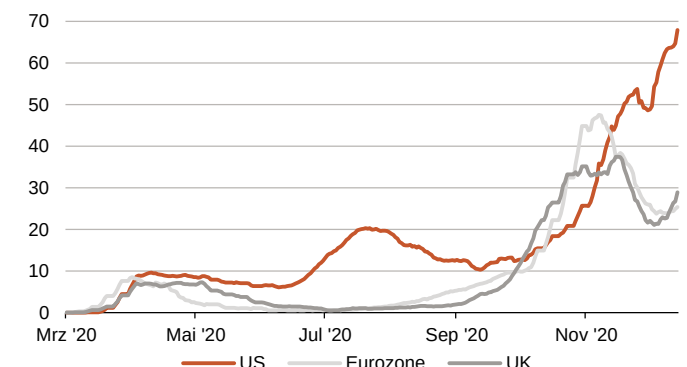
Wirtschaftsklima vs. Handelsunsicherheit



Zeitraum: 01.01.2012-30.11.2020
Quelle: OECD, PolicyUncertainty.com

Fortschritte an der Covid-19-Front

Bestätigte tägliche Neuinfektionen, pro 100.000 Einwohner, 7-Tage-Durchschnitt



Zeitraum: 01.03.2020-14.12.2020
Quelle: Johns Hopkins University

In der Pause zwischen den beiden Wellen der Pandemie konnte die Eurozone in Q3 nahezu den gesamten Verlust aus Q2 aufholen. Dies spricht dafür, dass die Konjunktur auch nach dem Auslaufen der zweiten Welle wieder schnell anspringen kann.

„Nach dem Auslaufen der zweiten Welle kann die Konjunktur schnell wieder anspringen“

Wir rechnen damit, dass die Wirtschaft in den USA und Deutschland das Niveau der Wirtschaftsleistung von Ende 2019, also der Zeit vor der Pandemie, bereits Ende 2021 wieder erreicht haben wird. Die Eurozone insgesamt dürfte dies erst Mitte 2022 schaffen, da das strukturschwache Italien den Durchschnitt belastet. Als Folge des Brexits dürfte Großbritannien die Verluste erst Anfang 2023 ausgleichen können. Da es China gelungen ist, eine zweite Welle der Pandemie zu verhindern, konnte China sogar 2020 ein leichtes Wachstum erzielen. Für 2021 zeichnet sich ein solides Wachstum ab, wie üblich gestützt auf eine expansive Kreditpolitik.

Geld- und Fiskalpolitik expansiver als je zuvor

Als Reaktion auf die Covid-19-Megarezession haben Finanzminister und Notenbanken nahezu überall auf der Welt die Geldschleusen 2020 weiter geöffnet als je zuvor. Sie haben damit die Einkommen der Haushalte gestützt, viele Unternehmen vor dem Konkurs bewahrt und eine Finanzkrise oder eine ausgeprägte Deflation mit langanhaltender Massenarbeitslosigkeit vermieden. Auch 2021 werden Geld- und Fiskalpolitik die Konjunktur stärker stützen als je zuvor. Nachdem die Europäische Zentralbank

ihre Geldpolitik im Dezember 2020 noch einmal kräftig gelockert hat, werden die Fed und die EZB ihre jetzige Politik in 2021 wohl weitgehend unverändert beibehalten. Auch wenn die Inflation in Kürze ihren Tiefpunkt erreichen und im weiteren Verlauf des Jahres 2021 langsam anziehen dürfte, werden die Zentralbanken dies vorerst als Bewegung in die richtige Richtung begrüßen. Eine echte Zinswende zeichnet sich frühestens für Ende 2022 ab. Nach der tiefen Rezession werden die Zentralbanken stärker als früher darauf achten, dass der Aufschwung auch die besonders hart getroffenen Gruppen am Arbeitsmarkt wie Berufsanfänger und Menschen im Niedriglohnsektor erreicht hat, bevor sie ihre Politik langsam straffen.

Die Fehlbeträge im Staatshaushalt werden im kräftigen Aufschwung des Jahres 2021 zwar spürbar zurückgehen, da Haushalte und Unternehmen weniger Überlebenshilfen brauchen werden. Aber der Fiskalimpuls im Sinne von mehr staatlichen Investitionen und zusätzlichen Einstellungen im öffentlichen Sektor, auch im Gesundheitswesen, wird in vielen Ländern 2021 sogar kräftiger spürbar sein als in 2020. Auch dies spricht für einen robusten Aufschwung der Konjunktur im neuen Jahr. Solide Zuwächse der Nachfrage in den USA, Europa und China bei niedrigen Zinsen sind auch ein positives Umfeld für viele Schwellenländer.

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	-3,5	-3,5	3,9	3,9	2,5	3,1	1,2	1,2	1,9	2,0	2,0	2,1
Eurozone	-7,5	-7,4	5,0	4,6	3,6	3,6	0,2	0,3	0,8	0,9	1,3	1,2
Deutschland	-5,8	-5,6	4,4	4,0	3,4	3,3	0,4	0,4	1,3	1,3	1,2	1,4
Frankreich	-9,3	-9,3	7,0	6,1	3,9	3,8	0,5	0,5	0,9	0,8	1,3	1,2
Italien	-9,5	-9,0	5,8	5,3	3,3	3,1	-0,1	-0,2	0,6	0,4	1,3	0,9
Spanien	-12	-11,6	7,1	6,1	6,2	4,8	-0,4	-0,3	0,7	0,6	1,3	1,1
Großbritannien	-11,7	-11,2	8,0	5,4	4,3	4,5	0,9	0,9	1,2	1,5	2,0	1,9
Japan	-5,3	-5,3	3,4	2,6	1,9	1,8	0,1	0,0	0,2	0,1	0,5	0,5
China	2,7	2,0	9,0	8,2	4,8	5,5	2,5	2,7	1,4	1,7	2,2	2,4
Welt*	-3,3	-3,8	4,1	5,2	2,7	3,7		2,2		2,7		2,9

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.
 ** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 14.12.2020.



STEIGENDE GEWINNE, FALLENDE BEWERTUNGEN

AUF DEN PUNKT

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

Aktien mit Kursfeuerwerk in Q4 dank nachlassender Unsicherheit

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

Deutliche Steigerung der Unternehmensgewinne in 2021

Nachdem die Unternehmensgewinne in 2020 vor allem für die stark vom Coronavirus betroffenen Sektoren wie Energie, Finanzen und Freizeit stark gefallen sind, erwartet der Konsensus für 2021 eine kräftige Erholung. Die Analysten sehen entsprechend das größte Gewinnwachstum nächstes Jahr in Lateinamerika und Osteuropa – Regionen, die insbesondere von einer Rohstofferoholung profitieren dürften. Für die USA wird ein Gewinnwachstum von 22%, für Europa von 34% erwartet. Wir denken, dass die optimistischen Schätzungen gerechtfertigt sind. Dafür spricht, dass wir von einer niedrigeren Basis nach dem Gewinneinbruch in 2020 aus starten. Unterstützend wirkt auch die weiterhin expansive Zentralbankpolitik weltweit sowie die geplanten fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen in vielen Regionen. Eine diplomatischere Handels- und Außenpolitik unter Joe Biden und erhöhte Investitionsausgaben der Unternehmen dürften auch förderlich sein. Wir wären also nicht überrascht, wenn nächstes Jahr die tendenziell immer zu optimistischen Gewinnsschätzungen der Analysten auch tatsächlich so oder sogar höher eintreffen würden. Analysten tun sich mit Schätzungen nach Wendepunkten häufig schwer, weil sie zu stark an der Vergangenheit festhalten.

Bewertungen dürften zurückgehen

Die Aktienbewertungen sind 2020 aus zweierlei Gründen deutlich gestiegen. Die vor allem in den USA gesunkenen Zinsen haben zu einem niedrigeren Abdiskontierungsfaktor für die zukünftigen Gewinne geführt. Zudem hat der Markt durch die Corona-Krise hindurchgeschaut, in der berechtigten Hoffnung

Breite Aktienmarkterholung in Q4, vor allem von den YTD-Underperformern

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang (YTD) und in Q4 (in %, EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.19-14.12.20)	■ QTD (30.09.20-14.12.20)	14.12.19	14.12.18	14.12.17	14.12.16	14.12.15			
MSCI EM Asien	9,4	13,1	9,1	-0,5	34,5	-16,0	39,1	1,9	1,6	24,0
S&P 500	7,3	6,1	-1,8	5,5	20,8	-16,0	20,6			
MSCI USA Small Caps	3,0	17,0	11,5	-3,0	11,8	-14,9	27,1	1,7	4,8	13,1
Topix	1,8	6,8	1,5	9,1	13,4	-6,4	17,3	1,9	2,9	16,3
DAX	0,5	4,3	9,0	-2,2	14,7	-15,5	25,8	1,8	4,1	14,1
Stoxx Europa Small 200	-0,2	9,0	15,8	1,2	24,4	-5,4	49,9	3,1	2,0	17,0
Stoxx Europa Zyklisch	-2,4	13,4	3,2	0,9	16,1	-14,6	22,6	1,6	3,8	13,6
Euro Stoxx 50	-4,1	10,4	-1,5	13,9	25,8	-18,3	49,0	1,5	2,6	13,4
Stoxx Europa Defensiv	-6,8	4,3	10,9	5,4	27,1	-4,0	2,5	0,9	5,8	6,9
Stoxx Europa 50	-7,3	6,1	16,4	-3,1	7,2	-10,8	25,3			
MSCI Großbritannien	-18,7	10,9	-3,5	1,0	21,6	-16,4	28,3	1,5	3,4	12,9
MSCI EM Osteuropa	-22,4	12,2	-1,0	3,8	23,7	-11,1	51,9	1,2	2,4	13,4

Zeitraum: 14.12.2015-14.12.2020

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



auf eine zeitnahe Impfstoffverfügbarkeit. Da die Anleiherenditen nächstes Jahr zumindest leicht zulegen dürften und der Markt auch eine Gewinnerholung teilweise eingepreist hat, sollten die Aktienbewertungen nächstes Jahr etwas fallen – das Gewinnwachstum dürfte stärker positiv sein als die Kursentwicklung.

Zyklische Aktien präferiert

Taktisch mögen wir neben US Small Caps britische Aktien. Die nachlassende Unsicherheit nach dem Brexit-Ausgang dürfte viele Anleger wieder in den unterinvestierten Markt drängen – nicht zuletzt systematische Anleger, die aufgrund des besser werdenden Preismomentums britische Aktien nachfragen dürften. Zudem dürfte der Konjunkturoptimismus gerade zum Jahresbeginn besonders ausgeprägt sein, was konjunktursensitive Sektoren, die in britischen Indizes besonders stark vertreten sind, begünstigen dürfte. Außerdem profitiert vor allem die britische Wirtschaft, die stark vom Dienstleistungssektor abhängt, von einer schnellen Verfügbarkeit eines Impfstoffs. Auf das ganze Jahr 2021 gesehen präferieren wir Schwellenländer- und europäische Aktien, die insbesondere von einer synchronen Konjunkturerholung nächstes Jahr profitieren dürften. US-Aktien sollten zwar nächstes Jahr auch zulegen, jedoch sich zumindest im ersten Halbjahr eher unterdurchschnittlich entwickeln. Dafür spricht, dass der Index aus vielen Wachstumstiteln besteht, die bei steigenden Zinsen aufgrund ihrer höheren Bewertungen nur begrenztes Aufwärtspotenzial haben dürften. Wenn der Markt vermehrt auf 2022 schaut, dürften US-Aktien wieder stärker performen.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

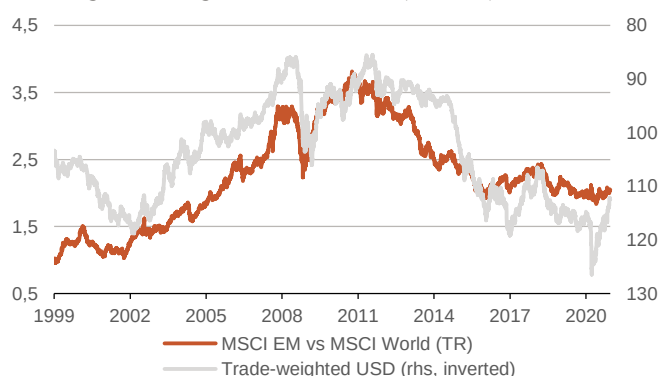
Erholungstendenzen setzen sich auch in Q4 fort

Der sich schon im letzten Quartal deutlich verbessernde Grundtenor hinsichtlich der Nachfragesituation im Industriebereich setzte sich fort. Vor allem Manager von Zulieferunternehmen in den Bereichen Automatisierung, Logistik und Bergbau geben konstruktive Ausblicke. Im Unterschied zum ersten ist der aktuelle Lockdown in Europa für die Industrie deutlich weniger problematisch. So sprachen der Anlagenbauer Dürr und der LKW-Konzern Traton zum Beispiel von weiterhin sequentiellen Nachfrageverbesserungen. Ein weiteres kontinuierliches Thema in unseren Diskussionen mit den europäischen Unternehmenslenkern ist die ungebrochene Stärke Chinas. So berichteten der französische Spirituosenproduzent Pernod Ricard und der deutsche Sportartikelhersteller Puma in dem Land schon wieder von starken positiven Wachstumsraten im Vergleich zum Vorjahr. Zudem berichteten Medizintechnikfirmen, dass Krankenhäuser den erneuten Anstieg an Covid-19-Patienten deutlich besser managen als im März/April. Die zweite Welle sollte somit einen geringeren Einfluss auf elektive Eingriffe haben. Für 2021 wird von einer weiteren Erholung ausgegangen. Wir fühlen uns daher mit unserem europäischen Aktienportfolio, welches einen starken Fokus auf Konsum, Industrie, Medizintechnik und Technologie hat, auch für die kommenden Monate gut aufgestellt.

Matthias Born, CIO Aktien

Schwellenländeraktien dürften von fallendem USD profitieren

Relative Entwicklung von MSCI EM zu MSCI World auf Total-Return-Basis sowie Entwicklung des handelsgewichteten US-Dollars (invertiert)



Zeitraum: 31.12.1998-14.12.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Prognoseübersicht: Europa mit Aufholpotenzial

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

* Durchschnitt, Konsens per 14.12.2020.
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



SCHWELLENLÄNDER BLEIBEN FAVORISIERT

AUF DEN PUNKT

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

Politische Unsicherheit sinkt, Impfstoffe lassen hoffen

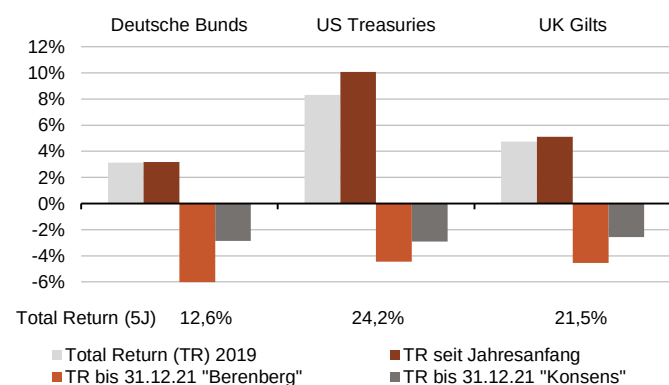
Der marktfreundliche Wahlausgang in den USA, der insbesondere außenhandelspolitisch für eine entspanntere Atmosphäre als unter der Trump-Administration sorgen dürfte, und der Vollzug des Brexit zum Jahreswechsel lassen zwei wichtige politische Unsicherheitsfaktoren verfallen. Auch angesichts anhaltender Fortschritte bei der Entwicklung von Covid-19-Impfstoffen sollten Anleiheinvestoren im Risk-on-Modus in das Jahr 2021 starten und im Rahmen einer weltweit synchronen Konjunkturerholung ihren Appetit auf Risikoprämien darüber hinaus beibehalten.

Staatsanleihen: Sicherheitsbonus schwindet

Zwar war 2020 in der Gesamtschau für nahezu alle großen Volkswirtschaften erneut ein Jahr fallender Staatsanleiherenditen, doch zeichnet sich zumindest bei US-Staatsanleihen bereits eine Trendwende ab. Neben den oben genannten Faktoren erweisen sich hier seit dem Sommer kontinuierlich steigende Inflationser-

Sichere Staatsanleihen im positiven Konjunkturmilieu mit Verlust

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



Zeitraum: Zeitraum: 14.12.2015-14.12.2020

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

wartungen und die zunehmende Verschuldung des Staatshaushalts als Renditetreiber. Auch für britische Staats- und Bundesanleihen erwarten wir aus gleichgelagerten Gründen steigende Renditen. Die „sicheren Häfen“ bieten nicht mehr den gleichen Schutz wie noch vor einigen Monaten, sondern sind selber mit Vorsicht zu genießen. Innerhalb der Eurozone haben sich die Renditeaufschläge der Peripherieländer gegenüber Papieren aus den Kernstaaten deutlich eingeeengt und weisen nur noch wenig Potenzial als Anlagealternative auf. Wir positionieren uns gegenüber dem Segment der Staatsanleihen zurückhaltend.

Unternehmensanleihen: Technik übertrumpft schwächere Bilanzen

Wer hätte das nach den dramatischen Kursverlusten des ersten Quartals 2020 gedacht? Zum Jahresende können Unternehmensanleihen in den meisten Subsegmenten mit einer positiven Wertentwicklung glänzen. Auch für das Jahr 2021 sehen wir grünes Licht: Eine deutliche Erholung der Wirtschaft, gepaart mit beispiellosem Stimulus seitens der Politik, sollte die Erträge des Unternehmenssektors stabilisieren und Kreditausfälle in Schach halten. In Europa dürfte der Fokus noch etwas länger auf Bilanzreparatur liegen als beispielsweise in den USA; dabei sind Cash-Flow-Generierung, die Reduzierung unnötiger Kapazitäten und Dividendenzahlungen sowie der Abbau der Verschuldung zentrale Maßnahmen. Nichtsdestotrotz wird der Shareholder-Fokus auch in Europa im Jahresverlauf Schritt für Schritt wieder mehr in den Mittelpunkt rücken. Als relevanter noch dürften sich für die Kreditmärkte jedoch einige technische Faktoren erweisen. So beeinflusst die EZB die europäischen Märkte gleich doppelt: zum einen direkt durch die monatlichen Käufe in Höhe von ca. 8

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

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

	14.12.2020	30.06.2021		31.12.2021	
	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	0,00-0,25	0,00-0,25	0,25	0,00-0,25	0,25
10J US-Rendite	0,89	1,25	1,06	1,40	1,23
Eurozone					
Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10J Bund-Rendite	-0,62	-0,20	-0,40	0,00	-0,33
Großbritannien					
Leitzins	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
10J Gilts-Rendite	0,22	0,60	0,34	0,70	0,49

* Durchschnitt, Konsens per 14.12.2020.

Quelle: Bloomberg

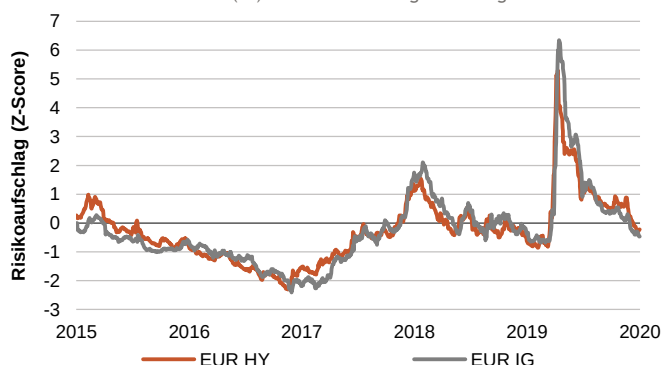
Mrd. EUR und zum anderen indirekt über das negative Zinsumfeld, welches speziell institutionelle Anleger, wie zum Beispiel Versicherungen, auf der Suche nach positiver Verzinsung in das Credit-Segment treibt. Dazu gehen zahlreiche Investmentbanken davon aus, dass nach den Rekordemissionen im zweiten und dritten Quartal 2020 im Jahr 2021 deutlich weniger Neuemissionen an den Markt kommen werden – ein Faktor, welcher das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage noch weiter verstärken wird. Daher rechnen wir damit, dass Investoren die mittlerweile nicht mehr günstigen Bewertungen aus Mangel an Alternativen zunächst in Kauf nehmen werden. Wir behalten unsere Übergewichtung in Unternehmensanleihen deshalb vorerst bei. Wir erwarten eine Aufholbewegung in zyklischen Sektoren, beispielsweise bei Automobilen oder Investitionsgütern. Daneben bevorzugen wir Beimischungen wie Nachrang- und Hochzinsanleihen, da wir davon ausgehen, dass beide bei der Suche nach positiven Ertragsmöglichkeiten verstärkt in den Fokus der Anleger geraten werden.

Schwellenländer: Lokalwährungsanleihen mit Aufholpotenzial

Das vierte Quartal bescherte Anleihen aus den Emerging Markets sowohl in Hart- als auch in Lokalwährung eine Fortsetzung der freundlichen Entwicklung des Sommers, wenn auch in abgemilderter Form. Steigende Rohölpreise, ein schwächerer US-Dollar und stark steigende Kapitalzuflüsse in die Anlageklasse waren dafür hauptsächlich verantwortlich. Im Rahmen unserer positiven Wachstumserwartung rechnen wir für das Jahr 2021 mit einem graduellen Anstieg von US-Staatsanleihe-Renditen sowie günstigeren Rahmenbedingungen für viele Schwellenländer. Daher

Unternehmensanleihen: Risikoaufschläge noch mit Luft nach unten

Trotz nicht mehr günstiger Bewertungen bei Hochzins (High Yield, HY)- und Investment Grade-Anleihen (IG) wird der Nachfrageüberhang Bestand haben



Zeitraum: 14.12.2015-14.12.2020, Quelle: Bloomberg, ICE, eigene Berechnung
Darstellung: Z-Score, gleitender 5-Jahres-Durchschnitt

sehen wir die aktuellen Risikoaufschläge für Staats- und Unternehmensanleihen ungeachtet der seit dem ersten Quartal 2020 beeindruckenden Erholung weiterhin als attraktiv an. Mit Blick auf Bonitäten ist mit einer Outperformance des Hochzinssegments gegenüber seinem Pendant aus dem Investment Grade-Bereich zu rechnen. Ebenso stufen wir das Lokalwährungssegment als lohnenswert ein, nach zuletzt schwierigen Jahren haben Lokalwährungen nun deutliches Aufhol- und Aufwertungspotenzial. Sie sollten besonders von einer Intensivierung der internationalen Handelsaktivitäten und einer Fortsetzung der US-Dollar-Schwäche profitieren.

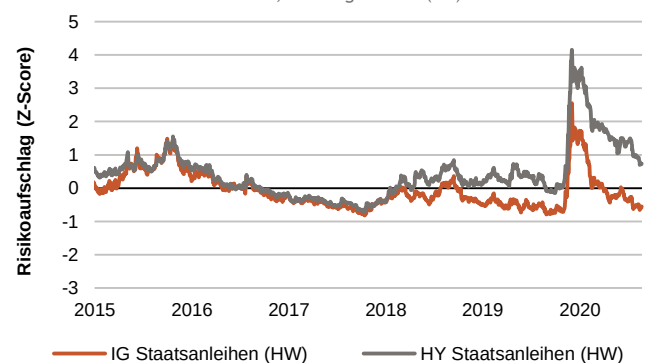
Fazit: Emerging Markets und Unternehmensanleihen bevorzugt

Wie von uns erwartet, war das vierte Quartal für sichere Staatsanleihen schwieriges Terrain. Das wird sich auch im neuen Jahr nicht ändern. Die Anlageklasse bleibt für Neuinvestments unattraktiv und dürfte lediglich in temporären Unsicherheitsphasen vorübergehend gefragt sein. Eine erfolversprechendere Perspektive bieten europäische Unternehmensanleihen, die zwar im historischen Vergleich nur noch durchschnittlich bewertet sind, jedoch vom expansiven monetären Umfeld und geringerer Neuemissionstätigkeit profitieren sollten. Die überzeugendste Aussicht genießen wir auf Schwellenländerpapiere, insbesondere im Lokalwährungssegment. Neben den dortigen Hochzinsanleihen sind sie in einem Umfeld internationaler Wirtschafts- und Handelsbelebung sowie bei einem schwächeren US-Dollar unsere Favoriten.

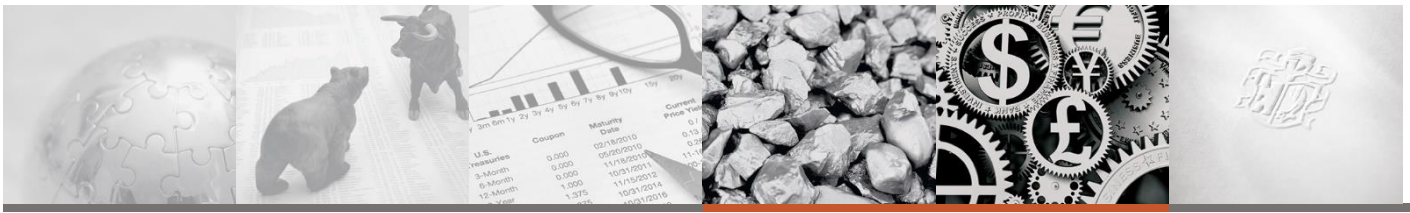
Martin Mayer, Senior Portfolio Manager Multi Asset
Christian Bettinger, Leiter Fixed Income
Robert Reichle, Leiter Emerging Markets Selection

Schwellenländer: Hochzinspapiere deutlich attraktiver

Während Investment Grade-Staatsanleihen (IG) in Hartwährung (HW) nur unterdurchschnittliche Prämien bieten, sind High Yields (HY) historisch attraktiv.



Zeitraum: 11.12.2015-11.12.2020, Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung
Darstellung: Z-Score, gleitender 5-Jahres-Durchschnitt



CHANCENREICHE ROHSTOFFMÄRKTE

Normalisierung des Ölmarktes schreitet voran

Trotz stark gestiegener Infektionszahlen und erneuter Teil-Lockdowns konnte Rohöl dank der positiven Impfstoff-News im vergangenen Quartal kräftig zulegen. Kurzfristig erscheint das Potenzial nun begrenzt. Denn vorerst dürfte die Corona-Situation über die Wintermonate angespannt und das physische Nachfragewachstum damit verhalten bleiben. Später dürften neben der Konjunkturerholung vor allem die breite Verfügbarkeit eines Impfstoffes und die damit verbundene Erholung noch stark gebeutelter, ölabhängiger Branchen wie des Tourismus die Nachfrage weiter ankurbeln. Die OPEC+ begrenzt mit ihrer Förderpolitik indessen das Abwärtsrisiko. Gleichzeitig bremsen die hohen Kapazitätsreserven der Mitgliedstaaten und die noch erhöhten Lagerbestände aber auch das Aufwärtspotenzial, sodass wir im kommenden Jahr einen moderaten Preisanstieg erwarten.

Gold kann der Konjunkturerholung trotzen

Das vierte Quartal war das glanzloseste für Gold dieses Jahr. Die Rotation in Risikoanlagen machte auch vor dem Edelmetall keinen Halt. Mit Bekanntgabe der Impfstofffolge verzeichneten Gold-Produkte den größten wöchentlichen Abfluss ihrer Geschichte und Gold fiel zeitweise unter 1.800 USD je Unze. Seit Jahresbeginn bleibt es dennoch eine der besten Anlagen. Jenseits der Abnahme der wirtschaftlichen Unsicherheit stehen die Zeichen aber auf Grün. Zum einen dürften der schwächere US-Dollar und die Konjunkturerholung vor allem in Schwellenländern die Schmucknachfrage – normalerweise Nachfrager Nummer 1, dieses Jahr jedoch um bis zu 50% eingebrochen – wieder deutlich ankurbeln. Zum anderen bleibt die relative Attraktivität von Gold als sicherem Hafen gegenüber Staatsanleihen hoch. Denn steigende Inflationserwartungen in Verbindung mit verankerten Zentralbankzinsen und massiven Anleihekaufprogrammen sollten die Realzinsen länger negativ halten.

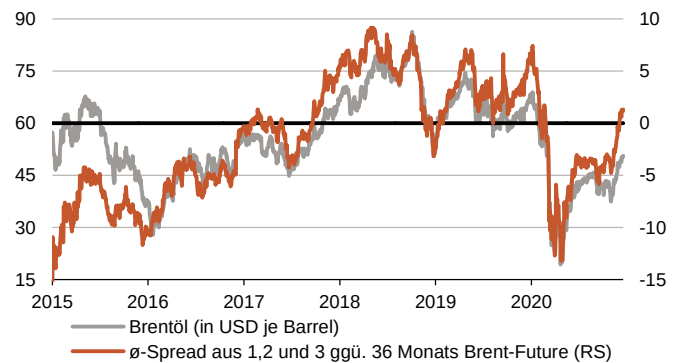
Industriemetalle mit strukturellem Aufwind

Industriemetalle entpuppen sich immer mehr als die großen Gewinner der Corona-Krise. Seit Jahresanfang liegt der LME-Index nun fast 20% im Plus. Die zahlreichen Konjunktur- bzw. Infrastrukturprogramme und die mit dem neugewonnenen Fokus auf Nachhaltigkeit verbundenen Investitionen sprechen mittel- bis langfristig für eine starke Nachfrage. Kurzfristig ist jedoch Vorsicht geboten, denn der Preisanstieg war nicht zuletzt auch durch spekulative Anleger getrieben. So befindet sich deren Netto-Positionierung für z.B. Kupfer aktuell auf einem neuen Allzeithoch. Die jüngste Rallye ist somit anfällig für Rücksetzer.

Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research

Angebotsdisziplin der OPEC+ gibt dem Ölmarkt Rückenwind

Die kurzlaufenden Öl-Futures notieren erstmals seit Februar wieder über den langlaufenden Futures und signalisieren damit ein knappes Angebot

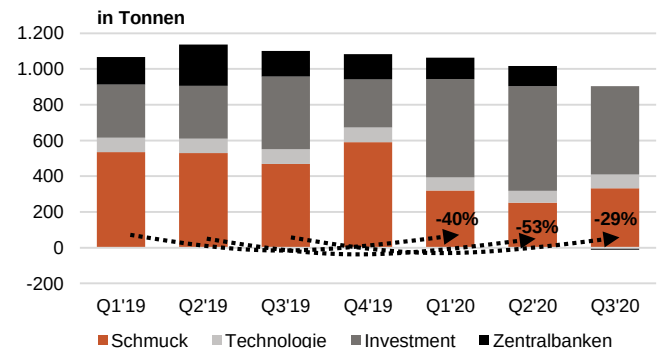


Zeitraum: 01.01.2015-14.12.2020

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Goldnachfrage aus der Schmuckindustrie dürfte zurückkommen

Im Zuge der Corona-Krise ist die Nachfrage nach Goldschmuck um bis zu 50% im Jahresvergleich gefallen. Diese Nachfrage dürfte sich nun wieder normalisieren

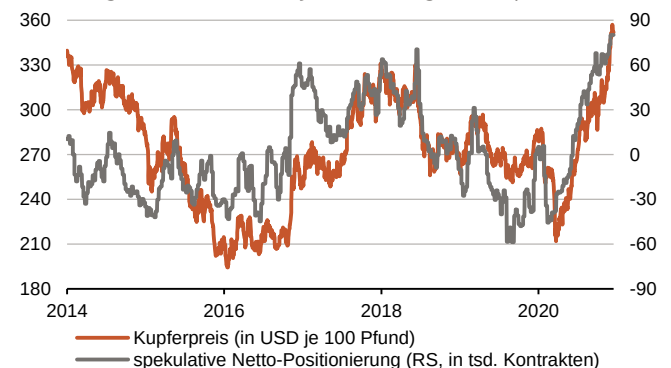


Zeitraum: 01.01.2019-30.09.2020

Quelle: World Gold Council, eigene Berechnungen

Industriemetalle kurzfristig anfällig

Die spekulative Netto-Positionierung in Kupfer erreichte jüngst ein Allzeithoch. Die Erwartungen an die weitere Konjunkturerholung sind entsprechend hoch



Zeitraum: 01.01.2014-14.12.2020

Quelle: Bloomberg

AUF ZU NEUEN UFERN

US-Dollar gibt nach - Präsidentschaftswahl nur als kurzes Störfeuer

Der Eurokurs hat seinen Weg nach oben fortgesetzt und inzwischen die Marke von 1,20 US-Dollar je Euro durchbrochen. Zwischendurch gab es durch den unklaren Wahlausgang der US-Präsidentschaftswahl kurz Irritationen mit kräftigen Kursauschlägen. Nachdem klar wurde, dass Joe Biden der nächste US-Präsident sein wird, hat der US-Dollar weiter nachgegeben und der Euro zugelegt. Joe Biden wird inhaltlich in vielen Bereichen eine andere Politik machen als Donald Trump und er wird einen anderen Politikstil verfolgen. Obwohl auch Joe Biden kein Verfechter des Freihandels ist und er gegenüber China weiter eine harte Haltung einnehmen dürfte, wird sein Vorgehen verlässlicher sein und damit für die Finanzmärkte weniger Unwägbarkeiten und Risiken bereithalten. Somit dürfte der US-Dollar in seiner Funktion als sicherer Anlagehafen weniger gefragt sein als bei einem anderen Wahlausgang. Zudem wird die neue US-Regierung mit der ehemaligen Fed-Präsidentin Janet Yellen als Finanzministerin wohl einen expansiven finanzpolitischen Kurs fahren, der abermals zu höheren Staatsschulden führen dürfte. Auch die Geldpolitik wird – gerade durch die im August beschlossene neue Strategie – sehr lange sehr expansiv bleiben. Insgesamt ergeben sich damit viele Argumente für einen auch dauerhaft schwächeren US-Dollar.

Der Wechselkurs Euro/US-Dollar wird allerdings nicht nur von der schwächer werdenden amerikanischen Währung geprägt, gleichzeitig kommen vom Euro positive Impulse. Ausgangspunkt für die neue Euro-Stärke war die Einigung auf den „Wiederaufbaufonds“ („Next Generation EU“) in diesem Sommer. Durch diesen Gemeinschaftsfonds wurden die Ängste vor einem Zerbrechen der Eurozone zerstreut und am Devisenmarkt entsprechend ausgepreist. Obwohl immer noch letzte Details kontrovers diskutiert werden, gehen wir davon aus, dass sich die EU-Länder letztlich einigen werden und im nächsten Jahr Gelder aus dem Fonds ausgezahlt werden können.

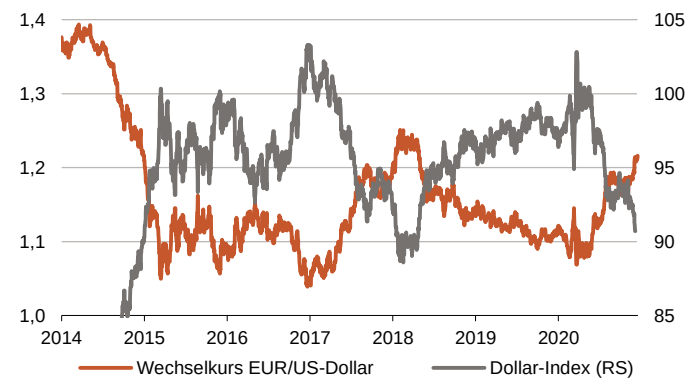
Pfund vor weiterem Anstieg?

Das Pfund hat sich in den vergangenen drei Monaten erholt, weil Bewegung in die Verhandlungen über einen Brexit-Deal gekommen ist. Der Wechselkurs hängt derzeit sehr eng an der Nachrichtenlage zum Anschlussabkommen. Die Märkte reagieren nach wie vor sensibel auf negative Meldungen. Wir gehen jedoch von einer Einigung aus und sehen gute Chancen, dass das Pfund im Laufe des kommenden Jahres weiter zulegt und der Euro-Wechselkurs auf 0,85 Pfund je Euro fällt.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

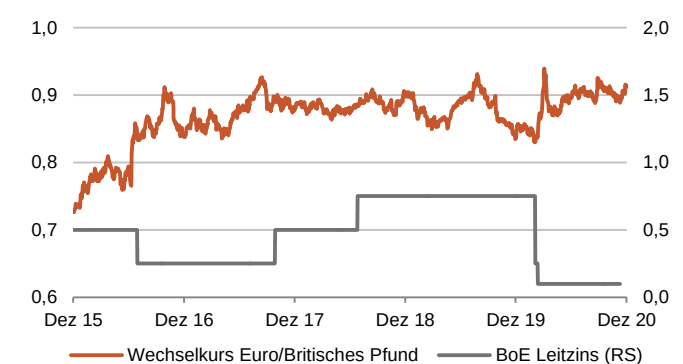
EUR/USD: Euro hat wieder Fahrt aufgenommen

Der Euro profitiert von der eigenen Stärke und von der Schwäche des US-Dollars. Im kommenden Jahr kann die Marke von 1,25 US-Dollar je Euro erreicht werden



EUR/GBP: Das Pfund profitiert von Brexit-Fortschritten

Gibt es ein Brexit-Anschlussabkommen, schwindet der Gegenwind für das Pfund. Der britische Zinsvorteil kann den Wechselkurs auf 0,85 Pfund je Euro treiben



Wechselkursprognosen

Wenn die Last der politischen Risiken verschwindet, wird der Eurokurs wieder steigen

	14.12.2020	30.06.2021	31.12.2021
Wechselkursprognose	Aktuell	Ø*	Ø*
EUR/USD	1,21	1,22	1,25
EUR/GBP	0,91	0,86	0,85
EUR/CHF	1,08	1,08	1,11
EUR/JPY	126	127	130

Veränderung zum Euro (in %)

USD	-	-0,5	-0,5	-2,8	-2,1
GBP	-	5,9	1,2	7,2	1,2
CHF	-	-0,3	-1,2	-3,0	-3,0
JPY	-	-0,5	1,1	-2,8	-0,9

* Durchschnitt, Konsens per 14.12.2020.
Quelle: Bloomberg



INTERVIEW ZUM THEMA KÜNSTLICHE INTELLIGENZ

Herr Meyer, Sie als Chefanlagestrategie von Berenberg und Leiter Multi Asset sind den Lesern gut bekannt. Herr Baum, Sie sind im COO-Team des Wealth and Asset Management und Leiter Innovation & Data bei Berenberg. Was verbirgt sich hinter diesem Team? Und wie sind Sie dazu gekommen?

Das Team Innovation & Data haben wir im vergangenen Jahr mit dem Ziel gegründet, den neuesten technologischen Trends und der voranschreitenden Digitalisierung in unserer Industrie Rechnung zu tragen. Wir wollen die Chancen nutzen, die sich aus neuen Technologien und den Themen Alternative Data, Big Data und Machine Learning für das Asset Management ergeben. Ich selbst beschäftige mich seit ca. 5 Jahren mit diesen Themen und deren Anwendung im Asset Management. Als COO und Portfolio Manager habe ich im Jahr 2016 einen auf Big Data und Künstliche Intelligenz (KI) spezialisierten Asset Manager mit aufgebaut.

Herr Meyer, wie sieht Ihre Zusammenarbeit mit dem Team Innovation & Data aus? Wie profitieren Sie von der gewonnenen Expertise?

Für eine bessere Anlageentscheidung ist es immer gut, neue Technologien und neues Wissen zu verwenden. Es geht nun darum, die exponentiell wachsenden unstrukturierten und bisher meist ungenutzten Daten wie Texte, Videos und Echtzeitnachrichten auszuwerten und einen Informationsvorsprung zu gewinnen, um diesen in Anlageentscheidungen zu nutzen. So kann man beispielsweise versuchen, aus Nachrichten das Sentiment zu bestimmten Anlageklassen oder Finanzinstrumenten zu bestimmen. Dabei ist das Team Innovation & Data ein wichtiger Inputgeber.

Dabei geht es um die sogenannte Big-Data-Analyse. Herr Baum, was versteht man darunter und wie funktioniert das? Können Sie ein Beispiel nennen, wo dies bereits erfolgreich eingesetzt wurde?

In den letzten Jahren hat sich durch den großen Zuwachs an verfügbaren Daten bei gleichzeitig steigender Rechenleistung ein großer Strauß an neuen Möglichkeiten ergeben. So sind wir durch das maschinelle Lernen, eine Schlüsseltechnologie der Künstlichen Intelligenz, in der Lage, große und unstrukturierte Datenmengen zu analysieren und Muster zu erkennen. Hierbei lernt eine Maschine selbstständig Muster, basierend auf einem vorgegebenen Algorithmus und Daten, um das Gelernte anschließend auf neue Daten anzuwenden. Damit wird die Zukunft etwas besser einschätzbar und die Entscheidungsfindung einfacher. Künstliche Intelligenz und maschinelles Lernen werden heutzutage quer durch alle Industrien vielfältig eingesetzt, beispielsweise zur Gesichtserkennung, zum unterstützenden Fahren oder um Kunden auf Grundlage ihrer Daten besser zu verstehen. Wir nutzen diese Technologie nun auch für die Finanzwelt.



Am Markt ist die Auflage von immer mehr KI-Fonds und KI-Strategien zu beobachten. Ist das Ihrer Meinung nach sinnvoll? Wo sehen Sie Chancen und wo Gefahren durch den Einsatz von KI im Fondsmanagement?

Meyer: Zunächst einmal ist natürlich nicht überall KI drin, wo auch KI draufsteht. Das kann häufig auch ein Marketingtrick sein. Bei der Analyse von unstrukturierten Daten setzen wir ja auch maschinelles Lernen ein, das kann sinnvoll sein. Allerdings verleiten die stete Zunahme verfügbarer Daten und immer leistungsfähigeren Analyseprogramme dazu, sie schnell und ohne genaue Reflexion zu verwenden. Dabei muss die Analyse immer mit einer Theorie über die ökonomischen Beziehungen starten, ansonsten ist man schnell beim „Datamining“ und eine beobachtete Korrelation bedeutet nicht notwendigerweise eine kausale Beziehung. Nur dann kann erwartet werden, dass sich die Vergangenheit möglicherweise wiederholt. Ich rate deshalb zu gesunder Skepsis bei Anlagestrategien, die voll automatisiert unter Einsatz von KI investieren, zumal solche Strategien für Anleger meist einer Black Box ähneln und nicht nachvollziehbar sind.

Baum: KI kann zwar Muster und Korrelationen erkennen, aber keine Kausalitäten erklären. Die Nutzung von Künstlicher Intelligenz ist überall dort sinnvoll, wo man große Datenmengen hat, die bestimmte Muster aufweisen. In der Finanzwelt sind das nicht unbedingt konkrete Kursdaten, sondern vielmehr alternative Daten, wie beispielsweise Sentiment-Daten. Trotz der oben genannten Skepsis dürfte KI auch für diskretionäre Investmentprozesse an Bedeutung gewinnen: Die Stärke der KI ist, große Datenmengen zu verarbeiten, zu filtern und aggregiert zur Verfügung zu stellen. Die Stärke des Menschen ist es, kausale Zusammenhänge und etwaige weichere Faktoren wie zum Beispiel die Änderungen der Marktlogik, der Marktstrukturen oder des Anlegerverhaltens zu erkennen. Daher wird eine KI den aktiven

Fondsmanager auf absehbare Zeit nicht ablösen, aber als unterstützendes Werkzeug an Bedeutung gewinnen. Aktives Management unter Einbezug der Stärken von KI bietet aus meiner Sicht eine gute Kombination.

Meyer: Genau, nehmen Sie die Marktentwicklung im Rahmen der Corona-Krise im Frühjahr 2020. Sie war historisch betrachtet wenn überhaupt nur mit den Entwicklungen in 1929 und 1987 zu vergleichen. Es ist recht unwahrscheinlich, dass KI-Modelle diese Muster in ihrem künstlichen Gedächtnis gehabt haben und sofort wiedererkannt haben. Viele dieser Strategien haben sich über das letzte Jahr nicht mit Ruhm bekleckert, ganz im Gegenteil. Aber der Track Record solcher Strategien ist noch zu kurz für eine eindeutige Beurteilung.

Herr Meyer, gibt es noch andere Wege, wie Anleger vom Trend hin zu Künstlicher Intelligenz profitieren können? Investieren Sie auch in KI?

Selbstverständlich. Denken Sie zunächst einmal an den Goldrausch. Damals war es schon besser, in die Produzenten von Hacke und Schaufel zu investieren als in Schürfer. Heute profitieren Halbleiterproduzenten oder Anbieter von Clouds vom Trend zu mehr und mehr Daten und Künstlicher Intelligenz. Da sind wir gut aufgestellt. Darüber hinaus können natürlich auch Unternehmen aus anderen Branchen durch Einsatz von KI effizienter und profitabler werden. Für den Portfoliomanager gilt es diese zu identifizieren und somit mittels der Titelselektion indirekt von KI zu profitieren. Drittens kann man als diskretionärer Entscheider natürlich auch versuchen, die noch vorhandenen Schwächen von systematischen, zum Teil KI-gesteuerten Anlagestrategien zu nutzen und antizyklisch zu handeln. Wir argumentieren schon lange, dass auch aufgrund der zunehmenden Bedeutung systematischer Anlagestrategien ein zunehmend gleichgerichtetes Anlegerverhalten zu beobachten ist. Dieses resultiert immer wieder in Übertreibungen in beide Richtungen, typischerweise gefolgt von abrupten Gegenbewegungen. Man sollte also das Verhalten und die Positionierung solcher Strategien verfolgen und dieses Wissen in seinen Anlageentscheidungen berücksichtigen.

Herr Baum, wo liegen aktuell die größten Hürden in der Weiterentwicklung von Künstlicher Intelligenz? Was können wir in der Zukunft noch erwarten?

Während sich KI-Anwendungen in einigen Industrien bereits durchgesetzt haben, steckt das Thema in der Finanzindustrie noch in den Kinderschuhen. Dafür gibt es viele Gründe, etwa das

häufig fehlende Know-how in der Finanzindustrie in Bezug auf solche Hightechthemen oder Datenschutz- und Regulatorikthemen. Auch geht es darum, dass vielen Unternehmen häufig eine Strategie fehlt, wie man an sinnvoll nutzbare Daten kommt und diese dann effektiv auswertet. Und ganz klar gibt es eine gewisse Grundskepsis diesem Thema gegenüber – gerade in Deutschland. Daher müssen sich KI-basierte Anwendungen nicht zuletzt durch gute Performance-Ergebnisse noch beweisen und damit das Vertrauen der Nutzer und Anleger gewinnen. Trotzdem wird meines Erachtens die weiter exponentiell steigende Datenverfügbarkeit bei gleichzeitig steigender Rechenleistung dazu führen, dass die Nutzung der Technologie auch in unserer Industrie bald Standard sein wird, allerdings wie schon zuvor erwähnt als Symbiose von Mensch und Maschine. Ich denke da etwa an das Definieren von Anlagevorschlägen für Kunden in Abhängigkeit von deren persönlichen Zielen, die Verbesserung des Kundenerlebnisses durch Nutzung intelligenter Bots, das Generieren von zusätzlichem Alpha durch neue Einblicke und Erkenntnisse aus alternativen Datensätzen oder die Schaffung operativer Effizienz durch die Automatisierung von Prozessen.

Herr Meyer, werden KI-Strategien die Zukunft dominieren oder hat der aktive diskretionäre Fondsmanager noch eine Zukunft?

Aus meiner Sicht hat der aktive diskretionär entscheidende Fondsmanager ganz klar eine Zukunft. Sicherlich träumt jeder von der einfachen „Gelddruckmaschine“ in Form einer systematischen Anlagestrategie, die ohne großen Aufwand oder kontinuierlich nötige individuelle Entscheidungen nachhaltig herausragende Anlageergebnisse erzielt. Das ist aber schon in der Vergangenheit kaum gelungen und ich bin nicht überzeugt, dass es mit der zunehmenden Komplexität mit Big Data und KI besser wird. Denken Sie bei der Auswahl von Einzeltiteln beispielsweise an den Austausch des Portfoliomanagers mit dem Management der Unternehmen, den persönlichen Kontakt, die Einschätzung der beteiligten Personen. Das kann ein KI-System nicht ersetzen. Mit dem starken Trend hin zu nachhaltigen Anlagen gewinnen dieser Austausch mit dem Unternehmen und die Einflussnahme durch die Anleger, das sogenannte Engagement, an Bedeutung. Ich denke, Herr Baum hat es vorhin schon gut zusammengefasst: Modelle und KI können Investitionsentscheidungen unterstützen und Ideen generieren, den Portfoliomanager als letzte Entscheidungsinstanz aber nicht ersetzen.



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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 beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

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

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

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

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

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

Datum: 17. Dezember 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
multiasset@berenberg.de