



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

REALITÄTSCHECK

Auf die Hoffnung eines starken Konjunkturaufschwungs muss nun das Wachstum folgen. Für stabile Märkte darf dies weder zu schwach noch zu stark sein.

INFLATIONSSORGEN

Die Themen Inflation, Anleiherenditen und Zentralbankreaktion werden die Märkte in den Sommer hinein dominieren. Realzinsen dürften weiter anziehen.

VERMINDERTES TEMPO

Wächst die Befürchtung, dass die Zentralbanken den Fuß vom Gas nehmen, werden dies auch die Anleger tun. Wir bleiben mittelfristig konstruktiv, erwarten aber weitere deutliche Marktschwankungen in den Sommer hinein.

Q2 | 2021



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,
Energierohstoffe, Industriemetalle und Aktien hatten einen guten Jahresstart. Negative Realzinsen, lockere Geld- und Fiskalpolitik, hohe Liquiditätsbestände, steigende Gewinne, Impffortschritte und rückläufige Corona-Neuinfektionen boten Rückenwind. Die Reallokation hin zu Aktien setzte sich in Rekordgeschwindigkeit fort. Ab Februar zogen dann aber die Anleiherenditen deutlicher an. Nicht nur Inflationserwartungen stiegen weiter, auch Realrenditen legten kräftig zu. Volatilität, die Schwäche aller Anlagen und ein deutlicher Favoritenwechsel waren die Folge. Sichere Häfen wie Gold und Staatsanleihen sowie defensive Aktien und hochbewertete Wachstumstitel wurden besonders getroffen. Wenn auch nicht unerwartet, kam diese Entwicklung erneut überraschend schnell und stark – ein weiterer Beleg für ein verändertes Marktumfeld mit vermehrt abrupten Bewegungen.

In den kommenden Monaten müssen sich die Märkte, die lange von Hoffnung lebten, der Realisierung des Wachstums stellen. Wie sich schon im ersten Quartal abzeichnete, könnte dies letztlich mehr Unsicherheit bedeuten, denn für stabile Märkte darf dieses Wachstum weder zu schwach noch zu stark sein. Einerseits könnten hohe Erwartungen an das Konjunktur- und Gewinnwachstum enttäuscht werden. Insolvenzen könnten zudem das Bild belasten. Andererseits drohen stärkere Inflation, steigende Zinsen und eine Kehrtwende der Zentralbanken.

Auch wenn Anleiherenditen einen merklichen Anstieg hinter sich gebracht haben, dürften sie weiter steigen. Die Realrenditen erscheinen zu niedrig für das erwartete starke Wachstum. Höhere Inflationszahlen dürften die Spekulation darüber, wann die Zentralbanken trotz der derzeitigen Beruhigungsbemühungen eine Kehrtwende einleiten, nicht abreißen lassen. Der Effekt auf die Aktienmärkte bleibt begrenzt, solange die steigenden Renditen Spiegelbild starken Wachstums sind, denn dann dürften steigende Gewinne den Effekt rückläufiger Bewertungen überkompensieren. Reflektieren sie aber eine zukünftig restriktivere, das Wachstum belastende Geldpolitik, wird es für Aktien deutlich schwerer.

Wir erwarten, dass die Marktstimmung über den Sommer zwischen Wachstumsenttäuschungen, Reflationierungshoffnung und Inflationsbefürchtungen schwanken wird. Die Folgen wären eine volatile Marktentwicklung, nur begrenztes Aufwärtspotenzial und weitere Schübe der Reflationierung mit steigenden Renditen und Rotation zugunsten von zyklischeren und weniger hoch bewerteten Anlagen. Später im Jahr, wenn die Basiseffekt-bedingte Inflationswelle etwas abebbt, mehr Klarheit über das Verhalten der Zentralbanken besteht und sich eine Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs im Jahr 2022 abzeichnet, besteht mehr Potenzial für Aktien, denn Unternehmensgewinne dürften weiter deutlich steigen. Wir bleiben konstruktiv für Risikoanlagen. In den Sommer hinein gilt es aber nicht zu offensiv positioniert zu sein.

Im Insights-Interview gibt unser Fondsmanager Martin Hermann einen Einblick in seinen Ansatz und seinen Arbeitsalltag und erzählt, was das Management globaler Aktienportfolios erfolgreich macht. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Zwischen Reflationshoffnung und Inflationsangst	
Volkswirtschaft	Seite 6
Kräftiger Wiederaufschwung ab Frühjahr	
Aktien	Seite 8
Barbell-Strategie beibehalten	
Anleihen	Seite 10
Steigende Renditen bleiben Herausforderung	
Rohstoffe	Seite 12
Rohstoffe scheinbar unaufhaltsam	
Währungen	Seite 13
Comeback für US-Dollar und Pfund	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Martin Hermann	
Impressum	Seite 16



ZWISCHEN REFLATIONSHOFFUNG UND INFLATIONSANGST

AUF DEN PUNKT

- Die Konjunkturerholung dürfte sich im zweiten Quartal beschleunigen und die Inflation stärker steigen.
- Mit dem Wachstum ziehen auch die Realrenditen an. Das belastet alle Anlagen, insbesondere höher bewertete.
- Inflation, Renditen und die Zentralbankreaktionen bleiben zentrale Themen über den Sommer, erzeugen Volatilität und begrenzen das Potenzial von Aktien.
- Anlegerstimmung und -positionierung sind optimistisch. Systematische Strategien und Privatanleger haben aber noch Potenzial, Aktienpositionen zu erhöhen. Wir bleiben konstruktiv, haben das Portfoliorisiko aber taktisch reduziert.

von Anlegerstimmung und -positionierung sowie erwartetem Newsflow weiteres Potenzial. Das deutliche Aktienübergewicht, Small Caps und Schwellenländer, das geschlossene Untergewicht von Großbritannien, breit diversifiziertes Rohstoffexposure, eine geringe Duration und Unternehmens- und Schwellenländer- anstatt Staatsanleihen waren allesamt zuträglich. In das zweite Quartal hinein bleibt die Portfoliostruktur fast unverändert. Wir haben lediglich das Risiko insgesamt reduziert, beispielsweise durch den leichten Abbau bei Small Caps und die Halbierung der Übergewichtung bei Aktien. Renditen sicherer Staatsanleihen dürften weiter steigen. Wir favorisieren eine Positionierung mit klaren zyklischen Elementen (Small Caps, EM, Rohstoffe) einerseits und einen Fokus auf strukturelles Wachstum andererseits. Defensive Anlagen dürften es weiter schwerer haben. Wir bevorzugen deshalb Unternehmens- und Schwellenländeranleihen gegenüber Staatsanleihen, auch wenn nach der Spreadeinengung steigende Zinsen dort nicht mehr über sinkende Risikoaufschläge voll kompensiert werden. Trotz des aktuellen Gegenwindes bleibt Gold zur Diversifikation ein wichtiger Portfoliobaustein.

Portfoliopositionierung auf einen Blick

Obwohl die Aktienmärkte bereits zu Jahresbeginn eine deutliche Erholung der Konjunktur eingepreist hatten, sahen wir aufgrund



Rückblick erstes Quartal - Konjunkturerholung treibt Rotation

Aktienmärkte und zyklische Rohstoffe hatten einen guten Start in das Jahr. Rückläufige Corona-Neuinfektionen, Impffortschritte, positive Konjunkturüberraschungen, anziehende Wirtschaftsaktivität und deutlich besser als erwartet ausfallende Unternehmensergebnisse für das vierte Quartal trafen auf hohe Liquiditätsbestände bei Anlegern und verhalten positionierte systematische Anlagestrategien. Dazu kamen noch ein riesiges neues amerikanisches Fiskalpaket und Zentralbanken, die sich bemühten, aufkommende Inflationssorgen der Marktteilnehmer nicht zu Ängsten vor restriktiver Geldpolitik werden zu lassen. Die Rotation hin zu Aktienanlagen setzte sich im ersten Quartal unvermindert fort. Aber mit den positiven Konjunkturüberraschungen traten auch Inflationssorgen und steigende Anleiherenditen in den Fokus. Renditen von US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit legten bis Mitte März um mehr als 0,7 Prozentpunkte zu, wobei zunehmend auch die Realrenditen stiegen, nicht nur die Inflationserwartungen.

Der Favoritenwechsel an den Märkten verstärkte sich. Energierohstoffe und Industriemetalle führen das Feld seit Jahresbeginn an, gefolgt von Aktien aus den Schwellenländern und Industrieländeraktien. Angesichts der starken Konjunkturdaten aus den USA, des langsamen Impffortschritts im Euroraum, der sich ausweitenden Renditedifferenz und der einseitigen Positionierung spekulativer Anleger stabilisierte sich der US-Dollar vorerst zum Euro und wertete nicht weiter ab. Unternehmensanleihen schlugen Staatsanleihen dank einer fortgesetzten Einengung der Risikoaufschläge. Staatsanleihen und Gold sind seit Jahresbeginn angesichts steigender Renditen die wirklichen Verlierer.

Realitätscheck voraus

Der Hoffnung auf einen starken Konjunkturaufschwung muss in den kommenden Monaten nun das Wachstum folgen. Diese Phase könnte für die Märkte schwieriger werden, denn mit der Realisierung des Wachstums dürften nicht nur die Inflationserwartungen, sondern auch die Realrenditen anziehen. Zudem darf das realisierte Wachstum für stabile Märkte weder zu schwach noch zu stark sein. Auf der einen Seite drohen Enttäuschungen hochgesteckter Erwartungen, auf der anderen stärkere Inflation, steigende Zinsen und eine mögliche Kehrtwende der Zentralbanken.

Inflation, Anleiherenditen und Zentralbankreaktionen dominieren

Unsere Volkswirte erwarten ab dem Frühjahr einen kräftigen Konjunkturaufschwung, denn Geld- und Fiskalpolitik stützen stärker als je zuvor. Damit dürften die Themen Inflation, Anleiherenditen und Zentralbankreaktion die Märkte auch in den Sommer hinein dominieren. Die Inflationsszahlen haben jüngst erst begonnen nach oben zu überraschen. Basiseffekte, zum Beispiel bei Rohstoffen, und eine Realisierung des erwarteten Aufschwungs dürften in den kommenden Monaten weiter für Inflationsüberraschungen und steigende Inflationsszahlen sorgen (obere Abb. S. 5). Viele Marktteilnehmer erachten die anziehende Inflation als temporär. Hier drohen Enttäuschungen. Wir erwarten zwar auch, dass die Inflation nach einem deutlichen Anstieg wieder etwas zurückgeht, glauben aber, dass in den letzten Jahrzehnten disinflationär wirkende Trends wie die Globalisierung oder der demographische Wandel gedreht haben und mittelfristig wieder für höhere Inflation als vor der Pandemie sorgen werden.

Ein Bilderbuchstart ins Jahr für Öl, Industriemetalle und Aktien; Gold und Staatsanleihen unter Druck

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in 2020 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.*
	■ YTD (31.12.20-16.03.21)	■ 2020 (31.12.19-31.12.20)	16.03.20 16.03.21	16.03.19 16.03.20	16.03.18 16.03.19	16.03.17 16.03.18	16.03.16 16.03.17		
Brent	-37,1	36,5	74,4	-46,0	14,3	12,2	14,5	6,7	37,7
S&P 500		8,7 8,8	58,4	-12,5	13,6	2,8	24,1	15,0	19,9
MSCI EM		7,5 8,7	55,1	-18,0	-3,0	12,3	28,9	12,3	15,8
Stoxx Europa 50	-6,3	6,5	40,2	-20,2	6,8	-0,9	14,3	6,3	16,2
DAX		6,1 3,5	66,5	-25,2	-5,7	2,5	21,0	7,8	19,4
USD/EUR	-8,2	2,6	-6,1	1,3	8,5	-12,4	4,3	-1,2	6,9
Eonia	-0,1 -0,5		-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	0,0
Euro-Unternehmensanleihen	-0,6	2,7	5,9	-0,1	1,6	2,2	2,7	2,4	2,4
Euro-Staatsanleihen	-0,7	2,1	2,7	0,8	1,4	1,6	-0,7	1,2	2,1
US-Staatsanleihen	-2,8 -2,7		-8,3	11,0	12,3	-12,8	3,0	0,5	6,5
EM-Staatsanleihen	-1,5 -2,7		5,8	-1,1	11,7	-9,4	13,6	3,8	8,1
Gold	-6,4	14,9	7,4	17,7	7,5	-6,1	1,3	5,3	12,5

Zeitraum: 16.03.2016-16.03.2021

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



Für die Märkte gibt es damit zwei entscheidende Fragen. Wie schnell die Renditen steigen und ob es nur die Inflationserwartungen sind, die weiter steigen werden, oder ob nicht die Realrenditen vom aktuell negativen Niveau letztlich deutlicheres Aufwärtspotenzial haben (mittlere und untere Abb.). In der Tat sind die Realrenditen seit Jahresbeginn gestiegen – für 10-jährige US-Staatsanleihen um mehr als 0,4 Prozentpunkte, das ist deutlich mehr als der Anstieg der 10-jährigen Breakeven-Inflation.

Steigende Realrenditen erhöhen die Opportunitätskosten, belasten alle Anlageklassen und sorgen für Volatilität im Markt und unter der Oberfläche der großen Aktienindizes. Entscheidend ist, was die realen Renditen nach oben treibt. Steigen sie angesichts soliden Wirtschaftswachstums bei weiterhin expansiver Geldpolitik, bleibt die Belastung für Aktien begrenzt. Der Bewertungsbelastung steht ein starkes Umsatz- und Gewinnwachstum gegenüber. Die Inflationserwartungen dürften dann weiter anziehen. Wird der Anstieg aber durch die Erwartung restriktiverer Geldpolitik getrieben oder dadurch, dass die US-Staatsverschuldung weiter anschwillt, dass also ein höheres Angebot für lange Zeit zu erwarten ist, wird die Belastung der Aktienmärkte stärker ausfallen. Das Wachstum würde belastet, Anleiherenditen würden weniger stark steigen und Inflationserwartungen gar etwas fallen. Unsere Volkswirte erwarten, dass die amerikanische Zentralbank im Spätsommer oder Herbst einen Plan zur Reduzierung der Anleihekäufe ab 2022 ankündigt. Sie wird jedoch versuchen den Markt nicht zu überraschen wie 2013, als die Realzinsen nach der Ankündigung im „Taper Tantrum“ schnell anstiegen (mittlere Abb.). Ein gradueller Anstieg der Realrenditen dürfte damit auch im Interesse der Fed sein.

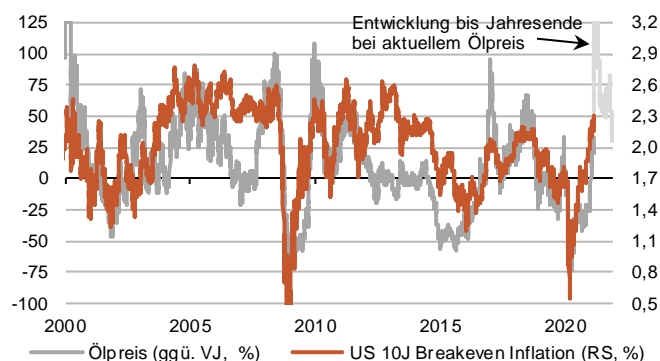
Déjà-vu - der nächste zähe Sommer

Volatilität aufgrund deutlicher Schwankungen der Marktstimmung bei insgesamt begrenzterem Potenzial für die Aktienmärkte dürfte die Märkte in den Sommer hinein prägen. Der Markt hat eine deutliche Konjunkturerholung bereits eingepreist, das Sentiment der Marktteilnehmer ist optimistisch und viele Anleger sind entsprechend positioniert. Die noch immer erhöhten impliziten Volatilitäten bedeuten aber, dass der Markt nicht ganz unvorbereitet ist. Zyklische Unternehmen und Unternehmen mit Preissetzungsmacht, etwas höherer Verschuldung und insgesamt niedrigerer Bewertung sollten sich im Umfeld anziehender Konjunktur und Inflation besser bewähren. Reale Anlagen wie Rohstoffe und weniger hoch bewertete Aktien bleiben in einem solchen Umfeld gegenüber nominalen Anleihen bevorzugt.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Basiseffekte allein sprechen für noch höhere Inflation(erwartungen)

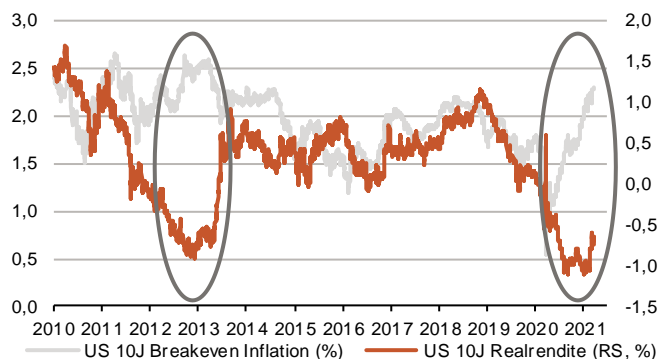
Vom Markt eingepreiste Inflationserwartungen für die nächsten 10 Jahre zeigen erstaunlichen Gleichlauf mit der Entwicklung des Ölpreises im letzten Jahr



Zeitraum: 01.01.2000-31.12.2021, Stand: 16.03.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Von steigenden Inflationserwartungen zu steigenden Realrenditen

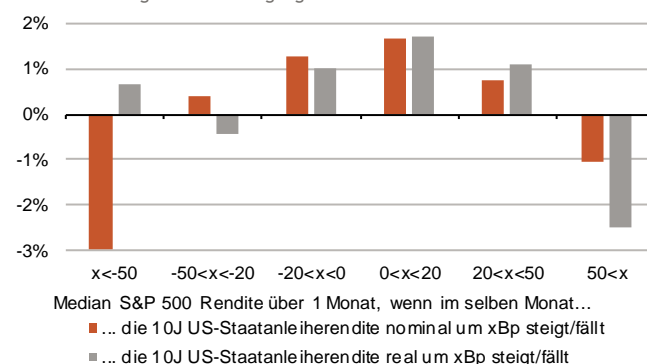
In den letzten neun Monaten trieben steigende Inflationserwartungen den Anstieg von Anleiherenditen bei weiterhin negativen Realrenditen



Zeitraum: 01.01.2010-16.03.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Stark steigende Anleiherenditen lasten üblicherweise auf Aktien

Aktien hatten in einem Umfeld relativ stabiler Anleiherenditen historisch die beste Entwicklung. Starke Bewegungen der Renditen belasten tendenziell



Zeitraum: 01.01.1987-16.03.2021, für reale Renditen erst ab 01.01.1997
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



KRÄFTIGER WIEDERAUFSCWUNG AB FRÜHJAHR

AUF DEN PUNKT

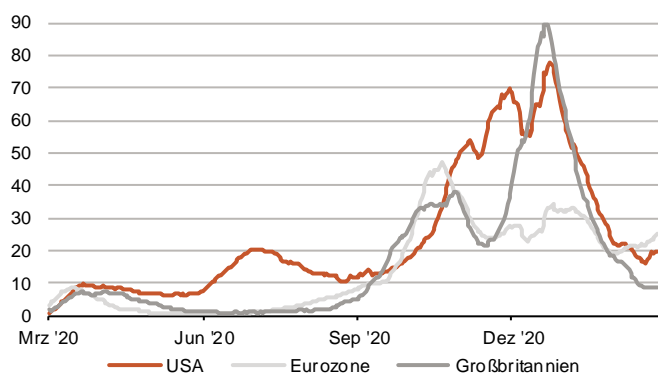
- Weltwirtschaft: kräftiger Aufschwung, sobald die Pandemie abflaut. USA zunächst vor Europa.
- Sondereffekte treiben die Inflation in 2021 – aber der zugrunde liegende Inflationstrend bleibt verhalten.
- Geld- und Fiskalpolitik stützen Konjunktur auch 2021 stärker als je zuvor. China behält Stimulus ebenfalls bei.

Neuer Schwung für die Konjunktur im Frühling

Auch 15 Monate nach dem ersten schweren Ausbruch in China prägen die Pandemie und die Maßnahmen zum Eindämmen des Virus weiterhin das Wirtschaftsgeschehen mehr als jeder andere Faktor. Obwohl sich neue und ansteckendere Varianten des Virus ausbreiten, zeichnet sich mit den zunehmenden Impffortschritten jedoch ein Abflauen der Pandemie ab. In der Nordhalbkugel dürfte die Rückkehr zu sonnigerem und wärmerem Wetter dazu beitragen, dass Lockdowns schrittweise gelockert werden können. Trotz des aktuellen Rückschlags in Europa und – in geringerem Ausmaß – in den USA dürften die Ampeln für die Weltkonjunktur im Laufe des Frühlings wieder auf Grün springen. Der genaue Zeitpunkt, zu dem die Konjunktur anspringt, lässt sich schwer vorhersehen. Dank ihres raschen Impfens werden die USA und Großbritannien dabei etwas vor dem europäischen Kontinent liegen. Aber nahezu überall in der westlichen Welt könnte der Aufschwung kräftig ausfallen. Auch im Frühjahr 2020 hatte sich die Konjunktur nach dem scharfen Einbruch vom März und April ab Mai ja überraschend schnell erholt.

Covid-19-Neuinfektionen: USA, Großbritannien, Eurozone

Tägliche bestätigte Neuinfektionen pro 100.000 Einwohner



Sieben-Tage-Durchschnittswerte. Zeitraum: 01.03.2020-16.03.2021
Quelle: Johns-Hopkins-Universität

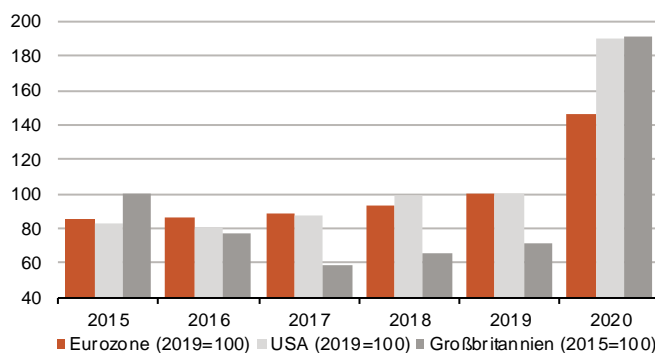
Die wesentliche Triebkraft des Aufschwungs dürfte der private Verbrauch sein. Als Folge der Lockdowns haben Haushalte 2020 weniger Geld ausgeben können als üblich. Gleichzeitig haben staatliche Programme dafür gesorgt, dass die Einkommen der Verbraucher entweder nahezu konstant blieben (Europa) oder sogar stiegen (USA). Auch wenn die Haushalte ihre zusätzlich gebildeten Ersparnisse vorläufig nicht auflösen, sondern nur ihre Sparquote in 2021 und 2022 schrittweise wieder zurückführen, wird dies zu einem kräftigen Anstieg des privaten Verbrauchs führen.

Ein breit abgestützter Aufschwung

Neben dem privaten Verbrauch werden auch die anderen Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage den Aufschwung stützen. Insgesamt haben Unternehmen seit März letzten Jahres nahezu überall in der westlichen Welt weniger Güter hergestellt, als sie an Kunden verkauft haben. Der Einzelhandel hat sich schneller als die Produktion und der grenzüberschreitende Handel mit Gütern erholt. Entsprechend müssen Unternehmen jetzt ihre Lagerbestände auffüllen. Bei besserer Konjunktur werden sie auch ihre Investitionen ausweiten wollen. Dabei werden viele Unternehmen sogar etwas mehr als üblich investieren wollen, um ihre Lieferketten krisenfester aufzustellen. Zudem werden zusätzliche Staatsausgaben vor allem für Investitionen in Infrastruktur und den Klimaschutz die Konjunktur auch 2021 erheblich stützen. Auch wenn das Virus nicht verschwinden wird, werden medizinische Fortschritte und Impfkampagnen vermutlich dafür sorgen, dass ein saisonaler Anstieg des Infektionsrisikos im Herbst 2021 keine gravierenden wirtschaftlichen Folgen mehr haben muss.

Zusatzersparnis der privaten Haushalte

USA, Eurozone indexiert mit 2019 = 100, Großbritannien mit 2015 = 100



Daten für Großbritannien anders indexiert, um den Rückgang der Ersparnisse nach dem Brexit-Referendum 2016 zu berücksichtigen. Schätzung der Eurozone und Großbritanniens. Zeitraum: 2015-2020. Quelle: BEA, Deutsche Bundesbank, ONS, BoE, INSEE, Berenberg



Große Unterschiede zwischen den Ländern

Dank eines besonders großen Fiskalimpulses werden die USA auch 2021 einen Vorsprung vor der Eurozone behalten können. Wir rechnen damit, dass die USA bereits in Q2 2021 wieder das Niveau der Wirtschaftsleistung von Ende 2019, also der Zeit vor der Pandemie, erreichen werden. Deutschland kann dies Ende des Jahres schaffen, gefolgt von Frankreich (Anfang 2022) sowie der Eurozone insgesamt und Großbritannien (jeweils Q2 2022). Für China zeichnet sich 2021 ein kraftvolles Wachstum von über 9% ab, wie üblich gestützt auf eine expansive Kreditpolitik. Solide Zuwächse der Nachfrage in den USA, Europa und China sind auch ein positives Umfeld für viele Schwellenländer.

Solide Zuwächse der Nachfrage in den USA und Europa sind auch für Schwellenländer positiv

Das neue Thema des Jahres: Inflation

Mit der Aussicht auf einen kräftigen Aufschwung rückt das Thema Inflation immer mehr in den Vordergrund. In diesem Jahr wird eine Reihe von Sonderfaktoren für einen zunächst kräftigen Anstieg der Inflationsraten sorgen. Neben dem Auslaufen des deutschen Mehrwertsteuerrabatts und der ausgeweiteten Abgabe für CO₂-Emissionen schlagen derzeit vor allem die hohen Transportkosten für Güter zu Buche. Dazu kommt der Basiseffekt der vom März bis zum Herbst 2020 außerordentlich niedrigen Ölpreise. Wenn zudem erwartungsgemäß viele Dienstleister angesichts hoher Nachfrage ihre Preise anheben können, wenn die Kneipen,

Restaurants und Theater wieder öffnen, könnte die Inflation in der Eurozone im Sommer sogar auf 2,5% hochschnellen. In den USA könnte die Rate zeitweilig 3% überschreiten. Wer Inflationsgefahren wittert, wird dies als Beleg für seine Sorgen werten können.

Der kräftige Anstieg der Inflation dürfte allerdings nicht von Dauer sein. Basiseffekte laufen naturgemäß wieder aus. Der Mangel an Containern, der zu den hohen Transportkosten beiträgt, wird sich spätestens im Herbst beheben lassen. Angesichts der noch immer angespannten Lage an den Arbeitsmärkten werden die dauerhaften Triebkräfte der Inflation wie beispielsweise der Lohndruck bis 2023 eher verhalten bleiben. Nach einem spürbaren Rückgang der Inflation im Jahr 2022 werden dann strukturelle Faktoren wie ein demographisch bedingter Facharbeitermangel für eine schrittweise Rückkehr zu Inflationsraten um 2,0% (Eurozone) oder 2,5% (USA) sorgen, die vor 20 Jahren als normal galten.

Zentralbanken bleiben locker

Nach Jahren sehr niedriger Inflation werden die Notenbanken zunächst nicht auf den Anstieg der Inflation reagieren. Erst wenn sie sich sicher sind, dass die Inflation ohne Sonderfaktoren wieder dauerhaft ihrem Ziel von etwa 2% entspricht, werden sie den Fuß vom Gas nehmen. Wir erwarten deshalb, dass die Fed und die EZB ihre Anleihekäufe erst 2022 langsam zurückfahren werden. Die Leitzinsen bleiben bis ins Jahr 2023 hinein stabil. Einen gewissen Anstieg der Renditen, der die besseren Wachstumsaussichten spiegelt, werden sie zulassen. Sollten überhöhte Renditen aber den Aufschwung gefährden, würden sie dagegen einschreiten.

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

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

** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 16.03.2021.



BARBELL-STRATEGIE BEIBEHALTEN

AUF DEN PUNKT

- Gewinnschätzungen wurden im ersten Quartal nach oben revidiert, vor allem für konjunktursensitive Regionen.
- Bewertungen sind infolgedessen gesunken, bleiben aber im Vergleich zur eigenen Historie erhöht.
- Wir setzen weiterhin auf eine Kombination aus „Quality Growth“-Unternehmen, Small Caps sowie britischen und Schwellenländeraktien.

Starke Rotation im ersten Quartal

Das erste Quartal war von einer großen Volatilität geprägt. Konnten anfangs neben Zyklikern vor allem noch die Wachstumsunternehmen zulegen, änderte sich das Bild ab Februar. Mit dem starken und schnellen Anstieg der Anleiherenditen kam es zu einer ausgeprägten Rotation am Aktienmarkt. Die relativen Gewinner waren Zykliker und Value-Sektoren wie Finanzen und Energie, während defensive Branchen wie Versorger und hochbewertete Wachstumstitel litten. Ein Profiteur dieser Entwicklung waren britische Aktien, die in Euro gerechnet überdurchschnittlich zulegen konnten. Finanzunternehmen und Rohstoffsektoren, die sich dieses Jahr positiv entwickelt haben, sind in dem Aktienindex stark vertreten. Folglich hat sich die Schließung unseres Untergewichts in britischen Aktien gegen Ende letzten Jahres nun positiv bemerkbar gemacht. Zu den großen Verlierern seit Jahresstart gehören defensive europäische Aktien.

Gewinnaussichten haben sich aufgeheitert

Die Analysten haben über die letzten drei Monate die Gewinnerwartungen für die nächsten zwölf Monate über alle Regionen kräftig nach oben revidiert. Wie von uns erwartet tut sich der Konsensus schwer mit Wendepunkten und war entsprechend zu konservativ. Die Gewinnaussichten wurden allen voran für die Schwellenländer, Japan und Großbritannien nach oben genommen. Innerhalb der Schwellenländer profitierten Osteuropa und Lateinamerika von den gestiegenen Rohstoffpreisen. Global erwarten die Analysten nun ein Gewinnwachstum von 27% dieses und 14% nächstes Jahr. Innerhalb Europas wird nach wie vor das größte Gewinnwachstum (43% ggü. Vorjahr) für Großbritannien erwartet. Dies erachten wir aus viererlei Gründen als gerechtfertigt. Zum einen profitiert Großbritannien nach den desaströsen Unternehmensgewinnen in 2020 von einem positiven Basiseffekt. Zum anderen ist die Indexstruktur mit vielen Finanz- und Rohstofftiteln in diesem „Sonderkonjunkturjahr“ vorteilhaft. Zudem profitiert Großbritannien auch von der schnelleren Durchimpfung seiner Bevölkerung. Zu guter Letzt gibt es nun auch etwas mehr Planungssicherheit für die Unternehmen nach dem Brexit-Deal mit der EU.

Bewertungen nun rückläufig

Die Aktienbewertungen sind in den letzten Jahren als Funktion des fallenden Zinses und der Zunahme der preisinsensitiven Anleger (z.B. Momentum-Strategien, passives/thematisches Investieren) gestiegen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den S&P 500 erreichte Ende 2020 ähnliche Niveaus wie während der Technologieblase –

Starke Spreizung innerhalb der verschiedenen Aktienmarktsegmente in Q1 - Zykliker vorne, defensive Aktien hinten

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in 2020 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*	
	■ YTD (31.12.20-16.03.21)		16.03.20	16.03.19	16.03.18	16.03.17	16.03.16				
	■ 2020 (31.12.19-31.12.20)		16.03.21	16.03.20	16.03.19	16.03.18	16.03.17				
MSCI USA Small Caps		8,7	19,5	105,4	-30,5	10,3	0,7	30,9	2,4	2,0	29,5
MSCI EM Osteuropa	-19,1		10,5	46,1	-24,2	7,7	7,6	31,7	0,9	6,9	8,7
Stoxx Europa Small 200		8,2	4,8	71,4	-25,1	0,1	9,9	13,9	1,6	2,4	25,1
MSCI EM Asien		7,8	17,9	57,9	-12,1	-3,7	15,6	27,3	2,1	1,8	17,6
MSCI Großbritannien	-17,9		7,6	37,4	-30,6	9,0	-1,7	13,2	1,7	3,9	14,4
Topix		7,4	3,3	49,6	-15,6	-2,6	5,0	22,6	1,4	1,8	21,8
Stoxx Europa Zyklisch		7,4	-0,3	67,1	-28,7	-4,0	6,9	21,8			
Stoxx Europa 50		6,5	-6,3	40,2	-20,2	6,8	-0,9	14,3	2,3	3,3	17,2
DAX		6,1	3,5	66,5	-25,2	-5,7	2,5	21,0	1,7	2,7	16,1
Euro Stoxx 50		4,7	-3,2	54,6	-25,7	1,2	2,4	15,7	1,9	2,8	18,8
S&P 500		8,8	3,3	50,5	-12,5	13,6	2,8	24,1	4,0	1,5	22,9
Stoxx Europa Defensiv		-0,6	-6,3	27,0	-19,3	14,2	-1,9	6,8			

Zeitraum: 16.03.2016-16.03.2021

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



was auch daran lag, dass der Markt durch die Corona-Krise durchgeschaut und die Gewinnerholung der Unternehmen vorweggenommen hat. Steigende Gewinnschätzungen sowie fallende Aktienkurse haben zuletzt jedoch zu einer zügigen Bewertungsanpassung geführt. US-Aktien sind aktuell mehr als 20% günstiger bewertet als zum Jahresende 2020. Aktien handeln jedoch weiterhin deutlich oberhalb der historischen KGV-Durchschnitte – und das gilt insbesondere für US-Aktien. Sollten Anleiherenditen also weiter stark und schnell steigen, dürfte die Bewertungsanpassung noch etwas weitergehen. Jedoch darf man auch nicht vergessen, dass Aktien relativ zu Anleihen nach wie vor günstig bewertet sind.

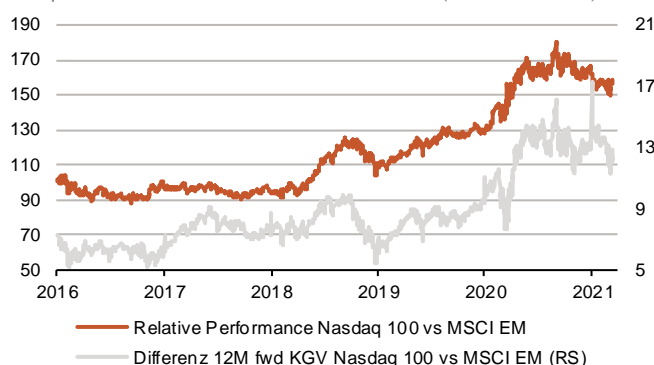
Barbell-Strategie macht weiterhin Sinn

Wir bleiben bei unserer Strategie der Ergänzung unseres langfristigen Exposures in „Quality Growth“-Unternehmen um zyklische Elemente wie Schwellenländer- oder britische Aktien. Während Erstere durch Megatrends wie Digitalisierung oder Alterung der Bevölkerung langfristig unterstützt bleiben, profitieren Letztere von der Wiederöffnung der Wirtschaft, was sich in sehr positiven Gewinnrevisionen bemerkbar macht. Wir meiden hingegen tendenziell defensivere Aktienregionen. Entsprechend sind wir momentan auch nicht im Stoxx Europe 50 mit seinem großen Gewicht in Schweizer „Anleihen-Proxies“ investiert. Bei US-Aktien haben wir nach der massiven Outperformance die Gewinne bei Small Caps mitgenommen. Der US-Aktienmarkt dürfte im Laufe des Jahres wieder interessanter werden, wenn die Anleiherenditen nicht weiter so stark steigen. Schließlich dürfte die US-Wirtschaft mit am besten aus der Corona-Krise kommen.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

US-Tech-Titel mit Bewertungsanpassung - Schwellenländer stärker

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate. Nasdaq 100 und MSCI EM sowie relative Performance (01.01.2016 = 100)



Zeitraum: 01.01.2016-16.03.2021
Quelle: Bloomberg, Berenberg

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

Licht am Ende des Tunnels

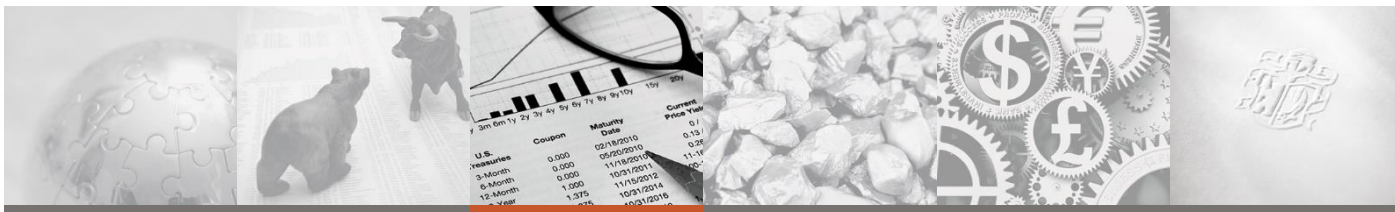
Die zweite Corona-Welle führt zu einer Verzögerung der lang ersehnten wirtschaftlichen Erholung. Vor allem die verbrauchernahen Industrien ächzen unter dem anhaltenden Lockdown. Dennoch konnten uns viele Unternehmen zuletzt vom Licht am Ende des Tunnels berichten. Das Paradebeispiel ist die besonders hart getroffene Tourismusbranche. Noch immer tief in der Krise steckend konnten Reise- und Luftfahrtunternehmen immerhin mit rasant steigenden Buchungszahlen für den Sommer aufwarten. Unter der Annahme einer nachhaltigen Wiedereröffnung wird so über viele Industrien hinweg für das zweite Halbjahr mit einer signifikanten Erholung gerechnet. Dieser Optimismus wird auch von dem, was wir von den digitalen Werbegiganten aus den USA hören, bestätigt. Die Nachfrage ist riesig. Das belegt aber auch, dass der von Corona beschleunigte Digitalisierungstrend nicht umzukehren ist. Das digitale Schaufenster ist das neue Shoppingcenter. Im Vergleich zum Verbrauchermarkt ist die Erholung der Industrie schon deutlich fortgeschrittener. Beflügelt von der starken Nachfrage aus China steht die Autoindustrie z.B. schon wieder relativ gut da.

Matthias Born, CIO Aktien

Prognoseübersicht: Aktien mit weiterem Aufwärtspotenzial

Indexprognosen	Aktuell		Ø*	
	16.03.2021	31.12.2021	30.06.2022	In 12 Monaten
S&P 500	3.963	4.050	4.300	4.379
DAX	14.558	14.900	15.800	16.023
Euro Stoxx 50	3.851	3.900	4.100	4.158
MSCI UK	1.905	2.050	2.200	2160
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	2,2	8,5	10,5
DAX	-	2,4	8,5	10,1
Euro Stoxx 50	-	1,3	6,5	8,0
MSCI UK	-	7,6	15,5	13,4

* Durchschnitt, Konsens per 16.03.2021
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



STEIGENDE RENDITEN BLEIBEN HERAUSFORDERUNG

AUF DEN PUNKT

- Staatsanleihen: Inflationserwartungen und Renditen steigen, Anlagemöglichkeiten bleiben unattraktiv.
- Euro-Unternehmensanleihen mit Widerstandskraft und Potenzial zu weiteren moderaten Spreadeinengungen.
- Hochverzinsliche Schwellenländeranleihen in Lokalwährung sind aussichtsreich, Duration sollte kurz gehalten werden.

Wiederentdeckung der Inflation bewegt die Anleihemärkte

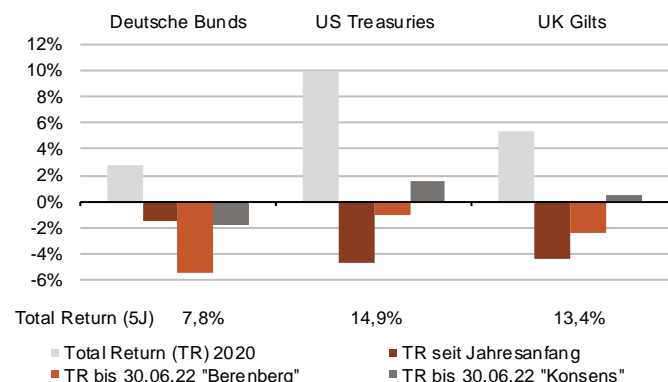
Auch wenn die zweite Infektionswelle und die mancherorts auftretenden Verzögerungen bei den Impfungen gegen das Coronavirus den konjunkturellen Aufschwung verzögern – kommen wird er. Dieses Szenario nehmen die Anleihemärkte vorweg, insbesondere in Form steigender Nominalzinsen, die wiederum eine Folge der allseits höheren Inflationserwartungen sind. Dies und die Ungewissheit über die weitere Entwicklung der Realzinsen beschäftigt zwar sämtliche Segmente des Anleihemarktes gleichermaßen, dennoch haben wir klare Präferenzen.

Staatsanleihen schwächeln, Renditen steigen

Der bei US-Staatspapieren bereits seit letztem Herbst bestehende Trend steigender Renditen setzt sich dort auch in diesem Jahr fort und beherrscht seit Januar ebenso in Europa das Geschehen. Anziehende Inflationserwartungen, konjunkturelles Wachstum und steigende Staatsverschuldung sind die Ursachen, was sich in einer Versteilerung der Zinsstrukturkurven beiderseits des Atlantiks wi-

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: 16.03.2016-16.03.2021
 Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7-10 Jahre, TR)

derspiegelt. Sowohl in den USA als auch in der Eurozone und Großbritannien legten die Renditen längerer Laufzeiten seit Jahresbeginn stärker zu als am kurzen Ende. Angesichts der deutlichen Renditeanstiege wären wir über temporäre Gegenbewegungen nicht überrascht, rechnen mittelfristig jedoch mit einem nochmals höheren Renditeniveau. Vor diesem Hintergrund bleiben wir bezüglich Staatsanleihen grundsätzlich zurückhaltend. Allenfalls US-Staatspapiere könnten bei einem vorübergehenden Überschießen ihrer Rendite aufgrund der höheren laufenden Verzinsung temporäres Interesse wecken.

Noch widerstehen Unternehmensanleihen dem Zinsanstieg

Per Ende Februar haben sich die Risikoaufschläge europäischer Unternehmensanleihen des Investmentgrade- und des Hochzinssegments wie erwartet eingengt (um -3 bzw. -29 Bp). Trotzdem weisen zahlreiche Laufzeitenbereiche eine negative absolute Wertentwicklung auf. Zu gering waren die Sicherheitspolster aus Risikoaufschlägen, vor allem in den besseren Rating-Kategorien, als dass sie die deutliche Aufwärtsbewegung der risikofreien Zinsen zu kompensieren vermochten. Nach vorne blickend stellen sich nun mehrere Fragen: Können die anhaltenden EZB-Käufe die Investoren besänftigen? Wecken höhere absolute Renditen neues Kaufinteresse oder verwerfen Investoren angesichts der negativen Wertentwicklung ihre Engagements in Unternehmensanleihen und sorgen somit für Spreadausweitungen? Auf Letzteres deuten laut J.P. Morgan die Kapitalflüsse noch nicht hin: Europäische Investmentgrade-Fonds mussten seit Jahresbeginn lediglich marginale Abflüsse in Höhe von rund 0,1% des verwalteten Vermögens hinnehmen. Die Abbildung links auf Seite 11 verdeutlicht das Di-

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleihenrenditen (in %)

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

	16.03.2021	31.12.2021		30.06.2022	
	Aktuell	🇺🇸	🇪🇺*	🇬🇧	🇬🇧*
USA					
Leitzins	0,00-0,25	0,00-0,25	0,25	0,00-0,25	0,30
10J US-Rendite	1,62	2,00	1,67	2,15	1,85
Eurozone					
Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10J Bund-Rendite	-0,34	0,10	-0,18	0,30	-0,08
Großbritannien					
Leitzins	0,10	0,10	0,10	0,10	0,15
10J Gilts-Rendite	0,78	1,10	0,81	1,25	0,92

* Durchschnitt, Konsens per 16.03.2021
 Quelle: Bloomberg



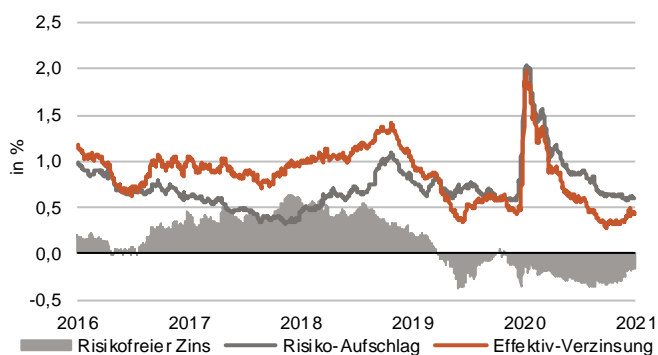
lemma im Investmentgrade-Segment: Zwar lagen die Risikoaufschläge schon einmal niedriger als heute, doch war die Gesamrendite dank negativer Zinsen erst zu Jahresbeginn 2021 so gering wie noch nie. Der aktuelle Rendite-Auftrieb kann hier für Linderung sorgen und bietet Potenzial für weitere moderate Spreadengungen, sofern Ausmaß und Geschwindigkeit der Zinsbewegung in einem verkraftbaren Rahmen bleiben. Derweil scheinen die technischen Faktoren zunächst intakt zu bleiben: Die regelmäßigen monatlichen EZB-Käufe, eine bisher nur moderate Neuemissionstätigkeit sowie Mittelzuflüsse sollten weiterhin einen Nachfrageüberhang für Unternehmensanleihen begünstigen. Wir bleiben konstruktiv für die Anlageklasse und bevorzugen dabei kürzere Laufzeiten und niedrigere Ratings (BBB), ebenso Beimischungen mit höheren Risikoaufschlägen, wie zum Beispiel Finanznachträge, als Sicherheitspolster.

Schwellenländer: Hochverzinsliche in Lokalwährung bevorzugt

Im Vergleich zum Jahresausklang 2020 war der Verlauf des ersten Quartals sowohl in Hart- als auch in Lokalwährung ein ganz anderer. Während der Einfluss der Corona-Krise etwas in den Hintergrund rückte, waren stärker als erwartet ansteigende US-Zinsen der Haupttreiber für die angespannte Gemütslage der Assetklasse. Anziehende Rohstoffpreise wirkten dem allerdings insbesondere auf Ebene der Lokalwährungsanleihen entgegen, was vor allem im Januar und Februar zu stark steigenden Kapitalzuflüssen in dieses Segment führte. Während ein Anstieg der US-Staatsanleiherenditen von den meisten Marktteilnehmern erwartet worden war, wurden viele von dessen Geschwindigkeit überrascht. Am positiven fundamentalen Ausblick hat sich dadurch indes nichts geändert.

Unternehmensanleihen: sinkende Spreads bei steigender Rendite

Die Gesamrendite erreichte zwar Anfang des Jahres 2021 einen historischen Tiefstand, doch beim Risikoaufschlag besteht weiteres Einengungspotenzial



Zeitraum: 16.03.2016-16.03.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Ratsam ist es allerdings, sich für den Rest des Jahres auf eher zyklische Elemente mit einer auskömmlichen Spreadkomponente zu fokussieren – diese können etwaige weitere Zinsanstiege besser kompensieren. Auch sind Anleihen mit einer überschaubaren Zinssensitivität zu bevorzugen. Die aktuellen Renditeniveaus halten wir sowohl für Staats- als auch für Unternehmensanleihen für attraktiv, setzen aber klare Prioritäten: Wir rechnen mit einer Outperformance des Hochzinssegments gegenüber seinem Pendant aus dem Investmentgrade-Bereich. Darüber hinaus stufen wir Lokalwährungsanleihen aufgrund ihres zyklischen Charakters sowie ihrer geringen Zinssensitivität als aussichtsreich ein. Im Hartwährungssegment besitzen Unternehmensanleihen trotz ihrer relativ hohen Kreditqualität eine interessante Laufrendite und sind auch wegen ihrer geringeren Duration attraktiver als Staatspapiere.

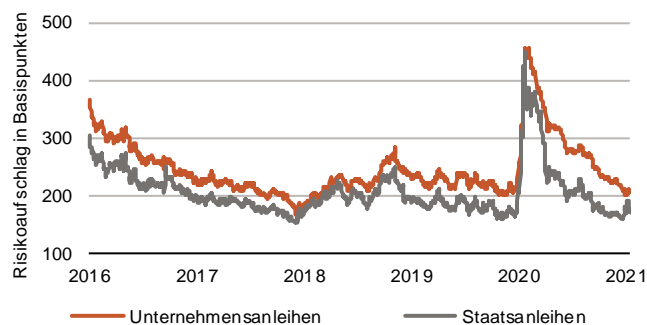
Fazit: Ohne Spreads geht es nicht

Erwartungsgemäß gestiegene Renditen, doch noch kein Ende in Sicht: Der Trend sollte – gleichwohl mit geringerer Geschwindigkeit – anhalten und sichere Staatsanleihen bleiben daher unattraktiv. Risikoaufschläge von europäischen Unternehmensanleihen im unteren Investmentgrade-Bereich hingegen können sich weiter (moderat) einengen und somit hat diese Anleiheklasse steigenden Zinsen ebenso etwas entgegenzusetzen wie Schwellenländerpapiere, insbesondere aus dem Hochzins- und Unternehmenssegment. Letztere sind im derzeitigen Marktumfeld unsere erste Wahl.

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

Schwellenländer: Unternehmen bieten mehr als Staaten

Im Vergleich zur Rendite von US-Staatsanleihen weisen Unternehmenspapiere in Hartwährung im BBB-Rating-Segment höhere Aufschläge auf als Staatsanleihen



Zeitraum: 16.03.2016-16.03.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung



ROHSTOFFE SCHEINBAR UNAUFHALTSAM

OPEC+ steuert erfolgreich den Ölmarkt

Energierohstoffe sind die beste Anlageklasse seit Jahresbeginn. Rohöl konnte im ersten Quartal über 30% hinzugewinnen. Zu verdanken ist die starke Entwicklung vor allem der OPEC+. Das Kartell konnte Monat für Monat den Markt mit einer besonders strikten Förderpolitik überraschen. Ein ausgeprägtes Angebotsdefizit und schnell sinkende Lagerbestände waren die Folge. Auch in den kommenden Monaten wird die OPEC+ den Ton angeben, denn Produktionsausweitungen seitens der US-Schieferölindustrie dürften verhalten bleiben. Dank Konjunkturerholung wären auch steigende Fördermengen nicht zwingend negativ für den Ölpreis, wenngleich die Rallye spürbar an Momentum verlieren dürfte.

Ausweg aus der Abwärtsspirale bei Gold in Sicht

Gold erlebte das schlechteste erste Quartal der letzten 30 Jahre. Steigende Realzinsen sowie Bitcoin als Alternative führten zu starken Investmentabflüssen bei Gold. Entscheidend für die weitere Investmentnachfrage sind Wachstums- und Inflationsrisiken. Erfüllt die Konjunkturerholung in den kommenden Monaten die hohen Erwartungen, während Inflationsorgen gebannt bleiben, dürfte Gold weiter nicht hoch im Kurs der Investoren stehen. Mit Blick auf das bereits ausgeprägt positive Risikosentiment und die Zinsentwicklung dürfte Gold seine Korrektur allerdings größtenteils gesehen haben. Indessen dürften sich die Gegenwinde vom letzten Jahr umkehren und zukünftig Unterstützung bieten. Der „Wealth Effect“ dürfte die Schmucknachfrage kräftig ankurbeln. Gleichzeitig erlauben die hohen Rohstoffpreise den Zentralbanken von Schwellenländern die „Dedollarisierung“ ihrer Reserven voranzutreiben. Nichtsdestotrotz bleibt das Kurspotenzial bei steigenden Realzinsen begrenzt.

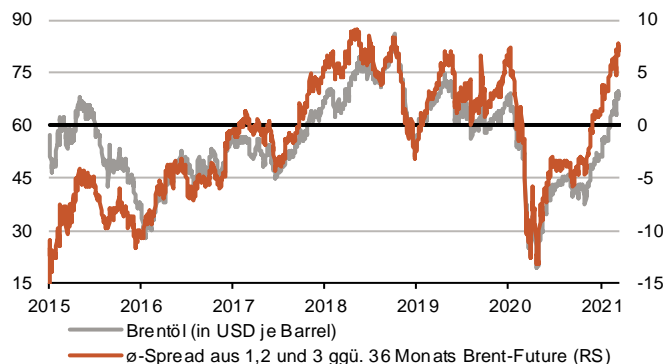
Industriemetalle zyklisch und strukturell unterstützt

Industriemetalle machten im ersten Quartal da weiter, wo sie im letzten Jahr aufgehört hatten. Viele Metalle befinden sich auf Mehrjahreshochs. Das verarbeitende Gewerbe brummt. Darüber hinaus spielen Metalle wie Kupfer, Aluminium und Nickel eine zentrale Rolle bei der Dekarbonisierung unserer Gesellschaft. Nach Jahren des Sparens und fehlender Investitionen in die Exploration neuer Mineralvorkommen stehen Minenbetreiber vor der schwierigen Aufgabe, diese Nachfrage zu befriedigen. Angebotsdefizite dürften bevorstehen und die Preise weiter treiben. Allerdings war die Rallye der letzten Monate nicht zuletzt auch durch spekulative Anleger getrieben. Kurzfristige Rücksetzer bei Sentimentschwüngen sind nicht ausgeschlossen.

Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research

Strikte Förderpolitik der OPEC+ sorgt für steigende Preise

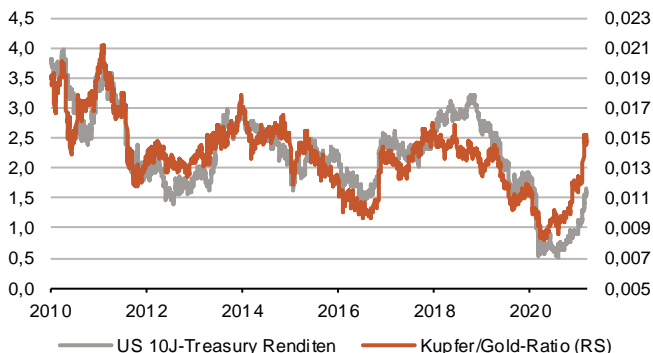
Das Angebotsdefizit, signalisiert durch deutlich höhere Preise am kurzen Ende der Future-Kurve, befeuert den Ölpreis



Zeitraum: 01.01.2015-16.03.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Gold dürfte die zinsbedingte Korrektur größtenteils gesehen haben

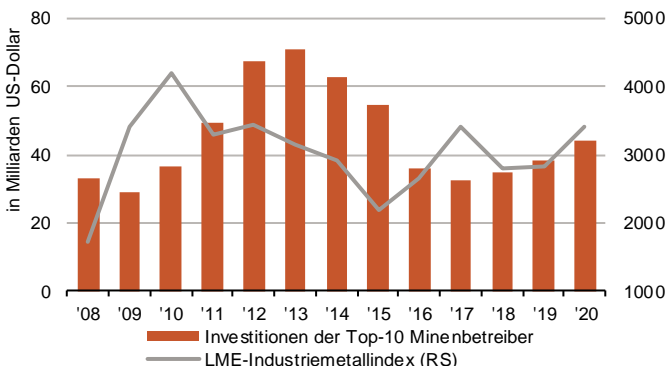
Im Cross-Asset-Vergleich scheint Gold weiter steigende Zinsen bereits vorwegzunehmen



Zeitraum: 01.01.2010-16.03.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Fehlende Investitionen dürften Angebotsdefizite schüren

Nach Jahren der Zurückhaltung sind erst noch große Investitionen seitens der Minenbetreiber notwendig, um den zukünftigen Nachfrageschub zu befriedigen



Zeitraum: 01.01.2008-31.12.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



COMEBACK FÜR US-DOLLAR UND PFUND

Kleine Überraschungen am Devisenmarkt

Die europäische Gemeinschaftswährung war stark in das Jahr gestartet und notierte zeitweilig über 1,23 US-Dollar je Euro. Etwas überraschend drehte die Stimmung im ersten Quartal dann aber doch zugunsten des US-Dollars. Das britische Pfund konnte den Rückenwind vom Jahresende 2020 mit in das neue Jahr nehmen und erlebte im ersten Quartal einen kleinen Höhenflug. Dagegen kam der chronisch überbewertete Schweizer Franken zuletzt unter Druck und fiel zum Euro auf den tiefsten Stand seit rund eineinhalb Jahren. Wegen der positiven Konjunkturaussichten ist die Schweizer Währung als sicherer Hafen aktuell nicht mehr so sehr gefragt, außerdem dürften technische Faktoren eine Rolle spielen.

Kurzfristige Aussichten stärken den US-Dollar

Der US-Dollar profitiert gegenüber dem Euro von der vergleichsweise guten Konjunktur und vom schnelleren Fortschritt beim Impfprozess, der eine schnellere Rückkehr zur wirtschaftlichen Normalität in Aussicht stellt. Die äußerst expansive Ausgabenpolitik mit dem jüngst verabschiedeten Fiskalpaket unterstützt den Konjunkturoptimismus und wirkt deshalb kurzfristig positiv auf den Dollarkurs. Zudem lassen die höheren Zinsen Anlagen im Dollarraum attraktiver erscheinen. Auf längere Sicht dürften die mit der Fiskalpolitik verbundenen höheren Staatsschulden den Dollar aber schwächen.

Die Eurozone leidet hingegen unter dem schleppenden Impfprozess und musste zwischenzeitlich die Regierungskrise in Italien verarbeiten. Dieses Thema ist mit der Ernennung von Mario Draghi zum Ministerpräsidenten jedoch abgehakt. Die Eurozone dürfte die Corona-Pandemie mithilfe der „Outdoor-Saison“ und des Impfstoffs in den Griff bekommen. Wir erwarten deshalb, dass die Stimmung im Laufe des Jahres wieder zugunsten der europäischen Gemeinschaftswährung dreht.

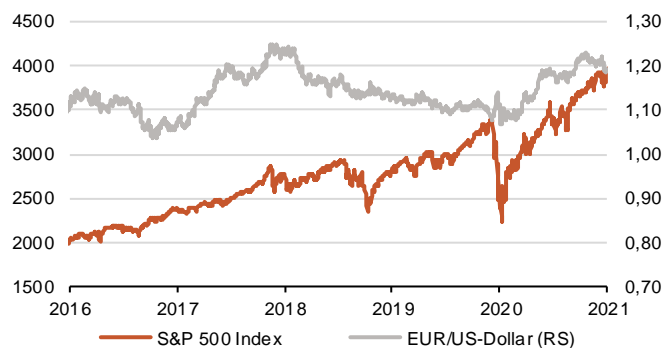
Britisches Pfund mit Aufwärtsdrang

Nachdem die EU und Großbritannien kurz vor dem Jahresende 2020 doch noch ein Brexit-Anschlussabkommen abgeschlossen haben, war der Weg frei für Kursgewinne beim Pfund. Die Erholung im ersten Quartal 2021 fiel dynamisch aus. Hilfreich waren dabei auch die schnellen Erfolge beim Impfen: Während in Großbritannien bereits über 40 Impfdosen je 100 Personen verimpft wurden, sind es in Deutschland und vielen anderen Ländern der Eurozone nur etwas mehr als zehn. Das Kurspotenzial dürfte allerdings bei rund 0,86 Pfund je Euro allmählich ausgereizt sein.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

EUR/USD: US-Dollar mit temporärer Stärke

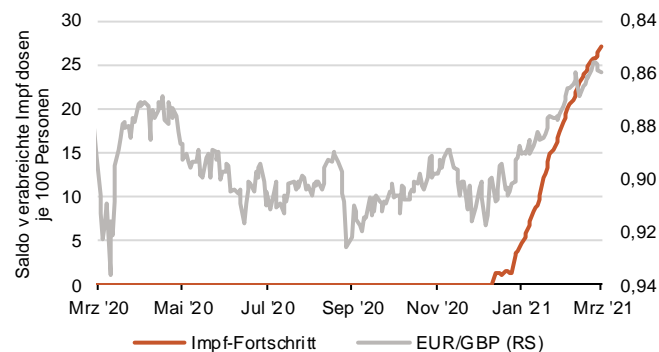
Impferrfolge und positive Konjunkturaussichten stärken die US-Währung



Zeitraum: 16.03.2016-16.03.2021
Wechselkurs in USD; S&P 500 in Punkten. Quelle: Macrobond

EUR/GBP: Pfund profitiert auch von schnellen Impfungen

Nach dem Brexit-Abschlussabkommen zahlen sich auch die Impferrfolge aus



Zeitraum: 15.03.2020-15.03.2021
Wechselkurs in GBP; rechts Skala invertiert. Impfvorsprung UK vs. D, verabreichte Impfdosen pro 100 Personen. Quelle: Macrobond, Our World in Data

Wechselkursprognosen

US-Dollar-Schwäche dürfte anhalten

Wechselkursprognose	Aktuell	16.03.2021		31.12.2021		30.06.2022	
		€	£*	€	£*	€	£*
EUR/USD	1,19	1,28	1,23	1,29	-		
EUR/GBP	0,86	0,85	0,87	0,85	-		
EUR/CHF	1,10	1,10	1,11	1,10	-		
EUR/JPY	130	129	129	129	-		
Veränderung zum Euro (in %)							
USD	-	-7,0	-3,2	-7,7	-		
GBP	-	0,8	-1,5	0,8	-		
CHF	-	0,1	-0,8	0,1	-		
JPY	-	0,6	0,6	0,6	-		

* Durchschnitt, Konsens per 16.03.2021
Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT MARTIN HERMANN

Herr Hermann, Sie managen einen globalen Aktienfonds sowie eine entsprechende Strategie als Lösungen der Vermögensverwaltung bei Berenberg. Welche Aufgaben umfasst Ihre Position?

Das Aufgabenfeld ist sehr vielfältig. Das Hauptaugenmerk besteht darin, die Unternehmen zu finden, die auf Sicht von drei bis fünf Jahren eine signifikante Wertsteigerung erreichen können. Zum einen geht es darum, Subsektoren zu entdecken, die von langfristigen Wachstumstrends profitieren. Zum anderen suchen wir innerhalb dieser Industrien die langfristigen Gewinner. Die Herausforderung ist, aus einem denkbar großen Universum von tausenden Unternehmen die langfristigen Gewinner zu identifizieren. Neben der Informationsgewinnung steht vor allem die Analyse, sprich das Verbinden der relevanten Informationen als Entscheidungsgrundlage, im Vordergrund.

Das klingt nach einer spannenden Tätigkeit! Wie sieht Ihr Arbeitsalltag konkret aus? Und wie wirkt sich die Corona-Pandemie bei Ihnen beruflich aus?

Im Prinzip geht es darum, Aktien bei großer Überzeugung zu kaufen und langfristig zu halten. Der Arbeitsalltag besteht zu 90% darin, an relevante Informationen zu gelangen und diese zu logischen Investmentthesen zusammensetzen. Insofern lese ich viel oder telefoniere. Die Informationsquellen sind vielfältig und reichen von Jahresberichten der Unternehmen über Gespräche mit dem Management bis hin zu Industriedaten und Expertengesprächen. Die Pandemie hat, abgesehen von den Unternehmensbesuchen vor Ort, an der Arbeitsweise wenig verändert. Dank Videotelefonie werden alle internen und externen Meetings digital abgehalten.

Was hat Sie dazu bewogen, den Beruf eines Portfoliomanagers zu ergreifen? Was macht den Beruf Ihrer Meinung nach so spannend?

Am meisten hat mich immer die abwechslungsreiche Arbeit und die Möglichkeit, Neues zu lernen, gereizt. Wie bei einer Schatzsuche gibt es immer wieder etwas Neues, Wertvolles zu entdecken. Und ähnlich einem Puzzle muss man relevante Informationsbausteine miteinander verknüpfen, die zusammengesetzt ein schlüssiges Bild ergeben. Zudem arbeitet man am Puls der Zeit und befasst sich neben der Unternehmensanalyse mit spannenden technologischen, sozioökonomischen und geopolitischen Entwicklungen.

Warum haben Sie sich für einen Fokus auf Aktien außerhalb Europas entschieden? Wie unterscheiden sich andere Aktienregionen von Europa? Und wie können Anleger davon profitieren?

Eine internationale Ausrichtung erlaubt ein breiteres Anlageuniversum und strengere Selektionskriterien in der Aktienauswahl.



Zudem gibt es bestimmte Geschäftsmodelle, wie zum Beispiel globale Internetfirmen, die nur in den USA und China vertreten sind. Der Vorteil besteht in hohen Alpha-Chancen und einer guten Diversifikation. Beispielsweise wurde China von der Corona-Krise früher und weniger hart als der Rest der Welt getroffen.

Welche Herausforderungen ergeben sich für Sie als hiesiger Portfoliomanager, der in Unternehmen rund um den Globus investiert?

Die Informationsbeschaffung ist anspruchsvoller und Sprachbarrieren sind teilweise ein Problem. Insofern sind wir in bestimmten Märkten, wie zum Beispiel in Frontier-Märkten, gar nicht investiert. Ansonsten kommen wir aufgrund unseres breiten Netzwerks von Unternehmenskontakten wie auch mit dem Zugang zu Experten sehr gut zurecht.

Wie würden Sie Ihre Investmentphilosophie beschreiben? Haben Sie auch ein Vorbild?

Wir investieren in Unternehmen mit einer starken Marktstellung, die von langfristigen Wachstumstrends profitieren und von herausragenden Eigentümern geleitet werden. Wir kaufen zu, wenn wir bei der derzeitigen Bewertung eine Wertsteigerung von über 15% pro Jahr über drei bis fünf Jahre erwarten können. Es gibt viele Investoren, die ich bewundere. Bezogen auf meinen Investmentstil hatte Philip Fisher, einer der bekanntesten Investoren mit Fokus auf Wachstums- und Qualitätsaktien, den größten Einfluss. Sein Buch „Common Stocks and Uncommon Profits“ beinhaltet viele hoch spannende Ideen und Investmentansätze.



Welche Rolle nimmt ESG in Ihrem Investmentansatz ein?

Auch wenn die Thematik rund um ESG erst jetzt in der Industrie mehr Gewicht bekommt, war dies schon immer ein wichtiger Teil unserer Investmentanalyse. Unser Hauptaugenmerk liegt vor allem auf dem Geschäftsgebaren und der Kultur einer Firma. Wie beliebt ist das Unternehmen als Arbeitgeber, wie viel tatsächlicher Mehrwert wird für den Kunden geschaffen, wie verhält sich das Unternehmen zu anderen Stakeholdern und der Umwelt? Wenn man auf viele Jahre investiert, muss das Unternehmen in all diesen Punkten solide aufgestellt sein. Starke Ungleichgewichte in diesen Faktoren können ein hohes Geschäftsrisiko darstellen. Ein anderer wichtiger Punkt für uns ist natürlich auch noch die Ausübung der Aktionärsrechte in der Hauptversammlung und auch der direkte Austausch mit dem Management zu ESG-Themen.

Nach welchen Kriterien selektieren Sie Aktien konkret?

Die vier Hauptkriterien sind die Wettbewerbsvorteile des Geschäftsmodells, die langfristigen Wachstumsaussichten, die Qualität des Managements und die Bewertung. Firmen mit starken Wettbewerbsvorteilen und einer Vielzahl an Wachstumsoptionen haben ein hohes Wertsteigerungspotenzial. Die Kombination von Wachstum und Wettbewerbsvorteilen bestimmt die Bewertung. Die Kunst besteht natürlich darin, jene ausgezeichneten Firmen zu kaufen, wenn sie gerade nicht en vogue sind. Also neben der klassischen Analyse ist vor allem Kreativität, Geduld, aber auch Schnelligkeit gefragt. Insofern gilt es dann auch schnell zu handeln, wenn sich eine Chance ergibt wie zum Beispiel im Frühjahr 2020. Hier gab es einige Top-Unternehmen zu Ausverkaufskursen, jedoch nur für ein paar Wochen. Einer der wichtigsten Faktoren langfristig ist aber die Qualität des Managements.

Warum ist das Management für Sie besonders wichtig und wie beurteilen Sie die Qualität des Managements?

Ein Unternehmen arbeitet nicht im Vakuum, sondern wird durch die Geschicke und das Handeln der leitenden Führungspersonen bestimmt. Sowohl direkt durch deren Wirken als auch indirekt durch die Personen, die eingestellt und befördert werden. Gleiches zieht Gleiches an. Wir bevorzugen eigentümergeführte Unternehmen, da diese meist die längerfristige Wertsteigerung gegenüber dem kurzfristigen Kursgewinn im Blick haben. Außerdem sind diese Firmen stärker ziel- und missionsorientiert und können dadurch Chancen besser wahrnehmen und Risiken eher vermeiden. Im Deutschland-Kontext denke man an HelloFresh. Vor ei-

nigen Jahren gingen hunderte Kochboxen-Anbieter an den Start, aber Dominik Richter und sein Team haben es geschafft, durch ein starkes Datenmodell, schnelle lokale Exekution und Brandbuilding den globalen Marktführer aufzubauen. Um das im Vorhinein beurteilen zu können, bedarf es neben einer Analyse vergangener Managemententscheidungen, vor allem der Gespräche mit Mitarbeitern und Wettbewerbern wie auch mit Industrieexperten.

Welche Besonderheiten gibt es bei der Aktienselektion für die entsprechenden Vermögensverwaltungsmandate gegenüber Ihrem Publikumsfonds? Und wie unterscheidet sich Ihr „Berenberg Global Focus Fund“ vom Fonds „Berenberg Aktien Global Plus“?

Der Berenberg Global Focus Fund und die Vermögensverwaltungsmandate Aktien Global werden analog geführt und haben eine Überschneidung von ca. 90%. Den Fonds managen wir offensiver, was die Anlagequote bezogen auf stark wachsende Werte betrifft. Berenberg Aktien Global Plus ist ein Mischfonds, bei dem wir neben den Aktien aus Global auch andere Assetklassen wie Gold und zeitweise höhere Kassabestände halten.

Wie zufrieden sind Sie mit der Performance Ihrer Strategie?

Der Berenberg Global Focus Fund hat seit Auflage vor knapp über zwei Jahren bis Ende 2020 eine Performance von über 77% erzielt, was einer Outperformance zum breiten Aktienmarkt von über 31% entspricht. Das ist nicht nur absolut, sondern auch im Vergleich zu anderen Wettbewerbern ein sehr gutes Resultat.

KURZVITA

Martin Hermann ist Senior Portfolio Manager und verantwortlich für den Berenberg Global Focus Fund und die vermögensverwaltende Strategie Aktien Global. Er begann seine Karriere 2010 als Investment Trainee des Graduate-Programms bei Allianz Global Investors. Vor seinem Wechsel zu Berenberg im Oktober 2017 war er als Portfolio Manager und Vice President innerhalb des mehrfach ausgezeichneten „Europe Equity Growth Team“ tätig. Er zeichnete unter anderem als stellvertretender Fondsmanager des International Equity Growth Fund verantwortlich. Martin ist CFA Charterholder und hält einen Master in Investment Analysis und Corporate Finance der Universität Wien.

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

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

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

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

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

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

Datum: 18. März 2021

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