



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

AUFWÄRTS

Das Wachstum von Wirtschaft und Gewinnen bleibt hoch, auch wenn positive Überraschungen und die jährlichen Wachstumsraten nachlassen.

KEHRTWENDE

Inflation bleibt das bestimmende Thema. Die Zentralbanken dürften die Kehrtwende gegen Ende des dritten Quartals bekanntgeben – die Märkte werden das früher spielen, Anleiherenditen dürften steigen.

HIN UND HER

Der ständige Favoritenwechsel dürfte sich zunächst fortsetzen, bei begrenztem Potenzial für Aktien. Hohe Liquidität, Positionierung und Wachstum machen starke Rückschläge aber wenig wahrscheinlich.

Q3 | 2021



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,
im zweiten Quartal setzte sich die Konjunktur- und Markterholung mit weiterhin positiven Wachstums- und Gewinnüberraschungen fort. Öl, Industriemetalle und Aktien legten zu und bauten ihren Vorsprung gegenüber Anleihen seit Jahresbeginn aus. In den Fokus der Märkte rückte das Erwachen der Eurozone aus dem Pandemie-Lockdown. Der Euro wertete auf, Anleiherenditen insbesondere in der Eurozone stiegen, europäische Aktien hatten die Nase vorn und führen nun gar seit Jahresbeginn. Die Anlegerstimmung schwankte bei bereits hohen Bewertungen zwischen Wachstumsenttäuschungen, Reflationshoffnung und Inflationsbefürchtungen. Die Folge war nicht nur eine volatilere Marktentwicklung mit weniger Zuwachs, sondern auch ein ständiges Hin und Her zwischen den Anlagestilen. Letztlich führten zyklischere und weniger hoch bewertete Anlagen aber auch in Q2. Unsere Strategien profitierten von einer Übergewichtung von Aktien und zyklischen Rohstoffen sowie einer balancierteren Positionierung aus Wachstumstiteln und Zyklikern.

Das Hin und Her der Investmentstile dürfte sich zunächst fortsetzen. Die kräftige Konjunkturerholung geht weiter, auch die Investitionen der Unternehmen ziehen an. Das Wachstum von Wirtschaft und Gewinnen bleibt hoch, auch wenn die Wachstumsraten ggü. dem Vorjahr nachlassen. Ad-hoc-Veröffentlichungen legen nahe, dass die Q2-Berichterstattung der Unternehmen wiederum sehr gut ausfallen dürfte. Positive Konjunktur- und Gewinnüberraschungen dürften aber abnehmen. Mit weiteren hohen Inflationszahlen dürfte die Inflation das bestimmende Thema sein. Was ist davon temporär und wann leiten die Zentralbanken die Kehrtwende ein? Wir erwarten spätestens gegen Ende des dritten Quartals mehr Klarheit – die Märkte werden dies aber früher spielen. Anleiherenditen dürften damit weiter steigen, insbesondere die Realrenditen. Zyklische und weniger hoch bewertete Anlagen könnten somit zunächst noch im Fokus bleiben, ihre Outperformance im Laufe des dritten Quartals aber nachlassen. Günstige defensive Anlagen und profitable Wachstumswerte könnten dann wieder interessanter werden. Der Pfad für die Märkte über den Sommer er-

scheint damit voller Schlaglöcher – es könnte holpriger werden, zumal in den USA auch die Steuerdiskussion Fahrt aufnehmen dürfte und politische Risiken wieder stärker in den Fokus kommen dürften. Aktien bleiben aber von dem hohen Anlagedruck, dem Gewinnwachstum und der geringen Positionierung systematischer Anlagestrategien unterstützt. Rückschläge um mehr als 5–10% erscheinen wenig wahrscheinlich und böten aus heutiger Sicht Kaufgelegenheiten. 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, erwarten wir weiteres Potenzial für Aktien. Deshalb wäre es falsch, zu pessimistisch zu werden. Wir haben uns für den Sommer aber weniger offensiv aufgestellt.

Im Insights-Interview berichtet unser Fondsselektor Tobias Schäfer, was seine Tätigkeit ausmacht, wie und wo wir aktive Fonds und ETFs in unseren Strategien einsetzen und wie wir sie auswählen. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Holpriger, aber wegweisender Sommer mit Chancen	
Volkswirtschaft	Seite 6
Kraftvoller Wiederaufschwung	
Aktien	Seite 8
Weniger Potenzial, Chancen in Asien	
Anleihen	Seite 10
Mit der richtigen Auswahl die Klippen umschiffen	
Rohstoffe	Seite 12
Rohstoffe schalten einen Gang runter	
Währungen	Seite 13
Positives Umfeld für den Euro	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Tobias Schäfer	
Impressum	Seite 16



HOLPRIGER, ABER WEGWEISENDER SOMMER MIT CHANCEN

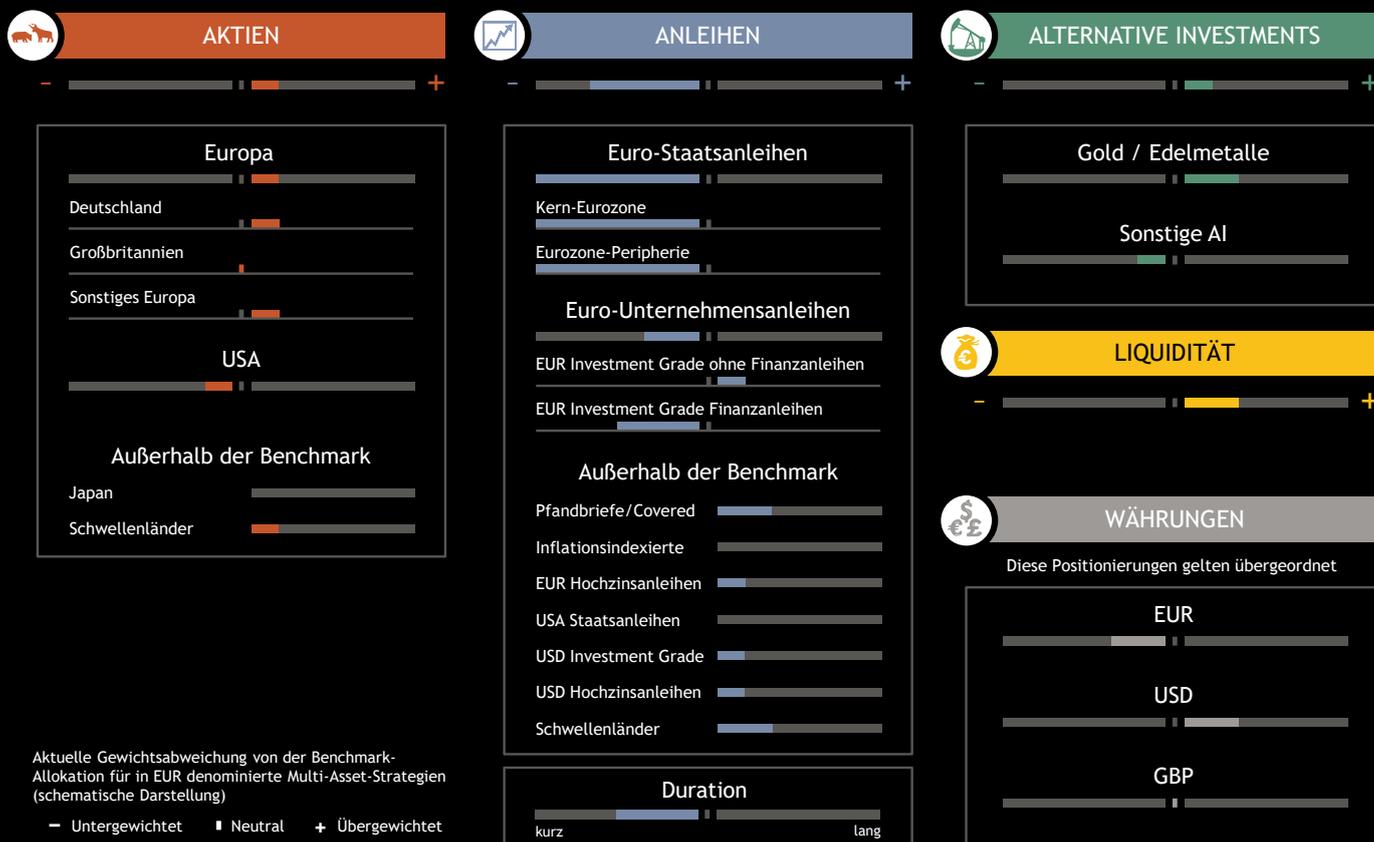
AUF DEN PUNKT

- Die Konjunktur erholt sich dynamisch, aber positive Überraschungen dürften abebben und Vorjahresvergleiche schwieriger werden. Inflation bleibt hoch.
- Diskussion über Drosselung der Geldpolitik wird zentral. (Real-)Renditen dürften steigen.
- Aktien, unterstützt von Positionierung und Wachstum, dürften über den Sommer seitwärts schwanken. Rückschläge von mehr als 5–10% erscheinen aber wenig wahrscheinlich.
- Wenig klare Trends im Sommer. Richtung Mittzyklus dürfte die zyklische Outperformance nachlassen. Günstige defensive und profitable Wachstumswerte werden dann interessanter.

Aktienmarktentwicklung im April setzten wir den Kurs fort. Wir reduzierten die Aktienquote auf ein nur noch leichtes Übergewicht, denn der Sommer dürfte holpriger werden. Bis mehr Klarheit über das Verhalten der Zentralbanken besteht und die Märkte die Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs im Jahr 2022 ins Visier nehmen, fühlen wir uns mit dem reduzierten Risiko wohl. Der Liquiditätsbestand erlaubt es uns, Chancen zu ergreifen, sollte es zu deutlicheren Rückschlägen kommen. Ansonsten ist die Portfoliostruktur wenig verändert. Unseren strategischen Fokus auf strukturelles Wachstum ergänzen wir weiterhin taktisch um zyklische und Value-lastige Elemente (Small Caps, Lateinamerika, UK, Rohstoffe). Defensive Anlagen dürften es vorerst weiter schwerer haben. Wir bevorzugen Unternehmens- und Schwellenländeranleihen gegenüber Staatsanleihen, auch wenn mit zunehmendem Fokus der Unternehmen auf den Shareholder-Value eine weitere Einengung der Risikoaufschläge weniger wahrscheinlich ist. Gold profitiert von anziehender Nachfrage und höherer Inflation. Es bleibt zur Diversifikation ein wichtiger Portfoliobaustein, selbst wenn die Anleiherenditen weiter steigen.

Portfoliopositionierung auf einen Blick

In das zweite Quartal hinein hatten wir das hohe Aktienübergewicht vom Jahresbeginn bereits halbiert. Nach der weiter starken



Rückblick zweites Quartal - Europa rückt in den Fokus

Die wesentlichen Trends aus dem ersten Quartal setzten sich im zweiten Quartal fort, jedoch mit deutlichen Veränderungen unter der Oberfläche. Öl, Industriemetalle und Aktien legten weiter zu, Anleihen verloren tendenziell weiter. Stand im ersten Quartal die wirtschaftliche Öffnung in den USA im Vordergrund, rückte im zweiten Quartal mit dem Impffortschritt die Öffnung in der Eurozone in den Fokus der Märkte. US-Treasury-Renditen legten nach dem deutlichen Anstieg im ersten Quartal eine Pause ein und gaben etwas nach, während sich der Renditeanstieg in der Eurozone fortsetzte. Aktien aus Europa liegen nun seit Jahresbeginn vor amerikanischen Aktien. Der US-Dollar büßte seine Q1-Gewinne weitgehend ein und Gold glich seine Q1-Verluste aus. Aktien aus den Schwellenländern fielen etwas ab, da China nicht weiter positiv überraschte und der rückläufige Kreditimpuls dort die bereits weniger expansive Geld- und Fiskalpolitik reflektiert. Aktien aus Lateinamerika und Osteuropa stiegen hingegen deutlich, nicht zuletzt aufgrund der weiter anziehenden Rohstoffpreise. Mit dem verminderten US-Renditeanstieg zeigten Investmentstile weniger klare Trends. Growth und Value wechselten ständig die Führerschaft – insgesamt hatten Value und zyklischere Bereiche aber auch im zweiten Quartal die Nase vorn.

Abnehmendes Wachstumsmomentum, zunehmende Inflation

Der Konjunkturausblick unserer Volkswirte ist nahezu unverändert. Die Eurozone folgt mit einer starken Erholung der Wirtschaft dem Beispiel Chinas und der USA. Seit dem zweiten Quartal 2020 dominieren global positive Konjunkturüberraschungen. Im

Gegensatz zu Europa, Großbritannien & Japan konnten Konjunkturdaten aus den USA jüngst aber kaum noch positiv überraschen, China enttäuschte gar. Im dritten Quartal dürften positive Überraschungen bei Konjunktur und Gewinnen grundsätzlich abnehmen. Höhere Erwartungen und schwierigere Vorjahresvergleiche belasten. Die Wachstumsraten überschreiten den Höhepunkt, aber man sollte nicht verkennen, dass die Wachstumsraten dank hoher Konsum- und Investitionsausgaben sehr hoch bleiben dürften und sich die Erholung dynamisch fortsetzt (obere Abbildung S. 5). Die Frage an den Märkten wird immer weniger, wie stark die Erholung sein wird, sondern immer mehr, wie lange diese anhält. Die Konsumentenpreis-inflation dürfte zunächst weiter steigen, das zentrale Thema am Kapitalmarkt sein und Volatilität erzeugen.

Welcher Anteil des Inflationsanstiegs letztlich vorübergehend sein wird und wie die Zentralbanken auf die höheren Inflationsraten reagieren, dürfte frühestens später im Sommer klarer werden. 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 für höhere Inflation als vor der Pandemie sorgen werden. Hinsichtlich der Politik der Fed könnte wie so häufig zuvor die Zentralbankkonferenz in Jackson Hole Ende August wegweisend sein. Im Spätsommer dürfte die Fed eine Reduktion der Anleihekäufe ankündigen. Mit dem Abebben der Corona-Krise dürften auch politische Risiken (China–USA, Russland, Wahlen in Deutschland) wieder stärker in Fokus der Märkte rücken.

Öl und Aktien in Q2 langsamer weiter aufwärts - Europa voran, Gold und EUR/USD holen Q1-Verluste auf, Anleihen verlieren weiter

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q2 21 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.*
	■ YTD (31.12.20-15.06.21)	■ Q2 21 (31.03.21-15.06.21)	15.06.20	15.06.19	15.06.18	15.06.17	15.06.16		
Brent	14,9	47,4	67,6	-36,0	-9,2	55,3	-14,6	5,3	37,6
Stoxx Europa 50	8,3	16,7	25,3	-4,2	4,7	0,5	21,3	8,9	15,9
S&P 500	3,9	14,8	30,9	7,6	9,7	11,9	20,9	15,9	19,9
DAX	4,8	14,7	32,1	-1,5	-7,0	2,5	32,1	10,4	19,1
MSCI EM	1,9	8,4	35,5	-3,1	-3,2	9,0	28,1	12,2	15,7
USD/EUR	-3,3	0,7	-6,6	-1,0	3,6	-4,0	1,0	-1,5	6,8
Eonia	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	0,0
EM-Staatsanleihen	-0,3	0,6	0,7	0,9	13,8	-7,1	9,9	3,4	8,0
Euro-Unternehmensanleihen	-0,4	0,3	3,7	0,3	3,7	0,7	2,1	2,1	2,4
US-Staatsanleihen	-0,7	0,0	-8,2	6,9	9,9	-5,3	0,2	0,5	6,3
Euro-Staatsanleihen	-1,0	-0,2	0,8	1,0	3,1	-0,1	0,3	1,0	2,1
Gold	-1,4	5,3	0,6	27,3	8,6	-2,1	-1,9	6,0	12,4

Zeitraum: 15.06.2016-15.06.2021

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



Anziehende Unternehmensinvestitionen

Wurde und wird die erste Phase der Erholung stark von den Konsumausgaben getrieben, sollte das Wachstum in den nächsten Quartalen vermehrt durch Investitionsausgaben der Unternehmen gestützt werden (mittlere Abbildung). Die Gewinnerholung, hohe Liquiditätsbestände der Unternehmen, Kapazitätsengpässe, Neustrukturierungen von Lieferketten, steigende Arbeitskosten und die expansive Geld- und Fiskalpolitik sprechen für einen ausgeprägten Investitionszyklus und mehr Unternehmensübernahmen. Letztere sind bereits zu beobachten. Tritt die Bilanzreparatur in den Hintergrund, dürfte dies das Ende der Spreadeinengung bei Unternehmensanleihen einläuten. Die Jagd nach Rendite und die weiterhin hohen Käufe der Zentralbanken bei begrenzter Emissionstätigkeit dürften einer deutlichen Ausweitung der Risikoprämien aber entgegenstehen. Ein anziehender Capex-Zyklus unterstützt hingegen Rohstoffe und eher zyklische Sektoren, zumal die staatlichen Investitionen in Infrastruktur und Klimaschutz noch hinzukommen.

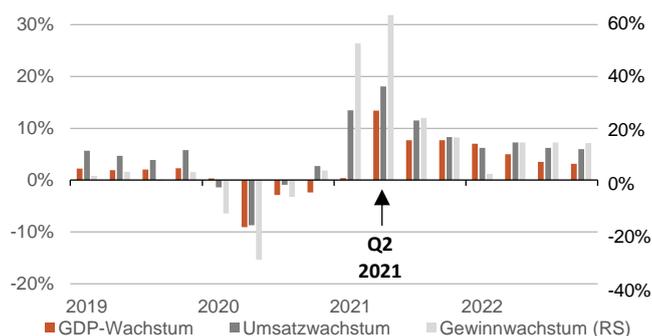
Hoher Anlagedruck unterstützt Märkte weiter

Der Anlagedruck der Anleger bleibt hoch. Seit Jahresbeginn haben global Fonds aller Anlageklassen Zuflüsse verzeichnet (untere Abbildung). Aktienfonds sahen mit historischen Rekordvolumina die stärksten Zuflüsse. Die mehr als 700 Mrd. USD Nettozuflüsse seit November sind laut Bank of America bereits deutlich mehr als in den gesamten zwölf Jahren davor. Zu einer Rotation aus Geldmarktfonds oder Anleihefonds kam es aber nicht. Nach erneuten Zuflüssen liegen in US-Geldmarktfonds bereits wieder 4,6 Bio. USD, fast so viel wie zum Hochpunkt der Corona-Krise. Mit der steigenden Inflation wird der Anlagedruck immer höher, denn mit Bargeld, Geldmarktfonds und Staatsanleihen kann die Kaufkraft nicht erhalten werden. So dürften Anleger auch in den kommenden Monaten Rückschläge an den Märkten als Kaufgelegenheit nutzen. Globale Aktien haben seit November letzten Jahres keinen Rücksetzer größer als 5% gesehen. Rücksetzer größer 10% gab es seit dem Corona-Bärenmarkt nicht mehr. Zudem sind systematische Anlagestrategien aufgrund der noch erhöhten Volatilität bei Aktien und Anleihen sowie deren zunehmend positiver Korrelation nicht hoch in Aktien positioniert. Deshalb erachten wir auch über einen holprigen Sommer größere Rückschläge als wenig wahrscheinlich. Rückschläge böten hingegen bei unveränderten Erwartungen Kaufgelegenheiten. Die finanzielle Repression, das heißt ein Umfeld, in dem Zentralbanken das Renditeniveau unterhalb der Inflationsraten halten, spricht mittelfristig unverändert für reale Anlagen wie Rohstoffe und Aktien.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Weiter sehr hohe Wachstumsraten, trotz Hochpunkt in Q2 2021

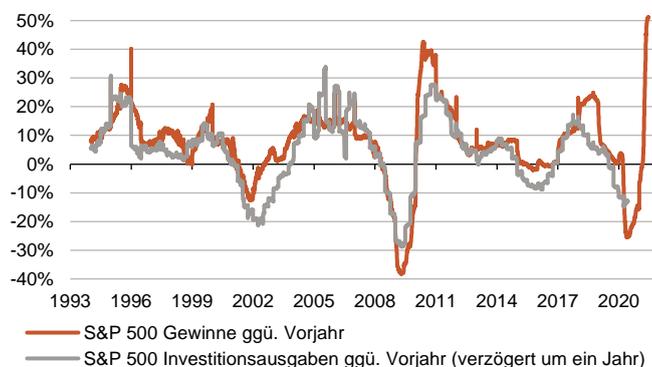
Im zweiten Quartal dürften die Jahresveränderungen von Wirtschaft, Umsatz und Gewinnen in den USA ihren Hochpunkt überschreiten



Zeitraum: 01.01.2019-31.12.2022
Quelle: Refinitiv, Bloomberg, Berenberg

Investitionen dürften Wirtschaftswachstum zunehmend treiben

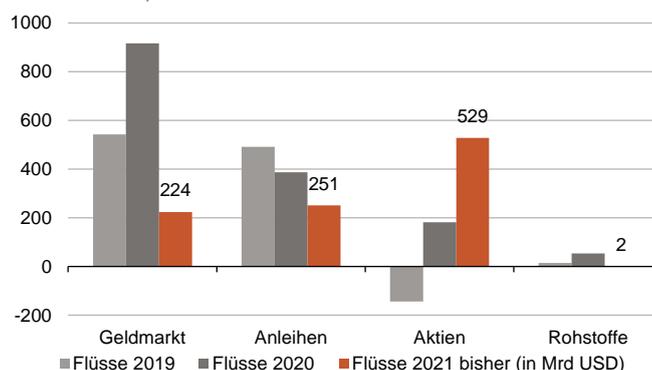
Entwicklung des Wachstums der realisierten Gewinne determiniert die nachfolgenden Unternehmensinvestitionen



Zeitraum: 01.01.1993-15.06.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Anlagebedarf stützt alle Anlagen - Aktienfonds mit Rekordzuflüssen

Globale Fondsflüsse nach Anlageklassen in Milliarden US-Dollar. Anleger sitzen weiter auf viel Liquidität



Zeitraum: 01.01.2019-09.06.2021
Quelle: Bank of America, eigene Berechnungen



KRAFTVOLLER WIEDERAUFSCHWUNG

AUF DEN PUNKT

- Weltwirtschaft: kräftiger Aufschwung beim Abflauen der Pandemie. USA zunächst vor Europa.
- Sondereffekte treiben die Inflation in 2021 – aber der längerfristige Inflationstrend bleibt verhalten.
- Geld- und Fiskalpolitik stützen Konjunktur stärker als je zuvor. Notenbanken bereiten die Wende vor – aber langsam.

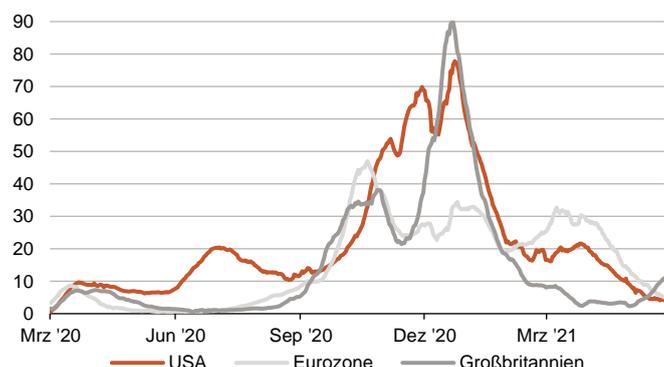
Die Pandemie flaut ab

Das Schlimmste ist offenbar überstanden. Auf beiden Seiten des Atlantiks ist die Winterwelle der Pandemie weitgehend abgeflaut. In den USA ist die Zahl der Neuinfektionen auf den niedrigsten Stand seit Ende März 2020 gefallen, in der Eurozone geht es etwas zeitverzögert ebenfalls in diese Richtung. Der rasche Impffortschritt und das wärmere und hellere Wetter wirken.

Allerdings bleiben Risiken. In einigen Schwellenländern wütet die Pandemie weiterhin nahezu ungebrems. In Großbritannien steigen die Fallzahlen wieder. Dazu trägt neben der schrittweisen Rückkehr zu einem weitgehend normalen Leben offenbar auch die Delta-Mutation des Virus bei. Da allerdings Großbritannien beim Impfen unter den großen Ländern der Welt vorne liegt (mit knapp 100 verabreichten Impfdosen pro 100 Einwohnern gegenüber etwa 65 in der Eurozone), stehen die Chancen gut, dass es nicht zu einem dramatischen Anstieg der schweren Verläufe kommt und somit kein neuer landesweiter Lockdown verhängt werden muss.

Covid-19: Die Pandemie ebbt ab

Bestätigte Neuinfektionen pro Tag je 100.000 Einwohner



Sieben-Tage-Durchschnittswerte. Zeitraum: 01.03.2020-15.06.2021
Quelle: Johns-Hopkins-Universität

Der Aufschwung gewinnt an Fahrt

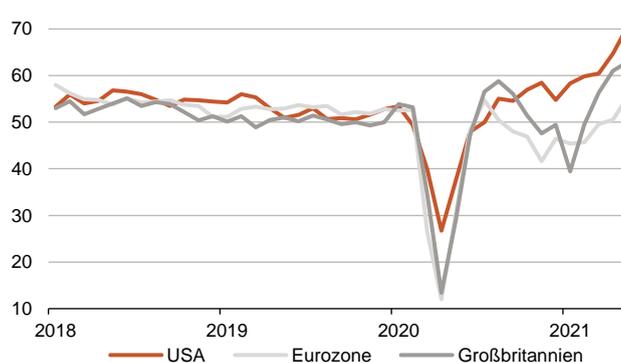
Nach dem zeitweiligen Rückschlag in Europa und – in geringerem Ausmaß – in den USA während der Winterwelle der Pandemie sind die Konjunkturampeln im zweiten Quartal auf Grün gesprungen. Das schrittweise Lockern der Restriktionen dürfte zu einem raschen Wiederanstieg der Wirtschaftsleistung führen. Auch im Frühjahr 2020 hatte sich die Konjunktur nach dem scharfen Einbruch vom März und April ab Mai ja überraschend schnell erholt.

Die Stimmung der Unternehmen hat sich in den vergangenen Monaten erheblich verbessert. Im ausfuhrorientierten verarbeitenden Gewerbe der Eurozone schätzen die Einkaufsmanager die Situation derzeit besser ein als je zuvor, auch wenn Lieferengpässe dazu führen dürften, dass sie einen Teil der Auftragsflut nur zeitverzögert abarbeiten können. Im Dienstleistungssektor hat sich die Lage ebenfalls erheblich verbessert. Nachdem härtere Lockdowns Europa lange belastet hatten, holt Europa auch bei Dienstleistungen gegenüber den USA auf.

Die wesentliche Triebkraft des Aufschwungs ist neben dem Außenhandel zunächst der private Verbrauch. Als Folge der Lockdowns haben Haushalte 2020 und Anfang 2021 weniger Geld ausgeben können als üblich. Gleichzeitig haben staatliche Programme dafür gesorgt, dass ihre verfügbaren Einkommen während der Pandemie entweder nahezu konstant blieben (Europa) oder sogar stiegen (USA). Wenn die Haushalte nun ihre Sparquote schrittweise wieder zurückführen, wird dies zu einem kräftigen Anstieg des Konsums über mehrere Jahre hinweg führen. Die Verbraucher möchten wieder das Leben genießen.

Es geht aufwärts

Einkaufsmanagerindex Dienstleistungen USA, Eurozone und Großbritannien



50 = neutral, über 50 = Wachstum. Zeitraum: 01.01.2018-31.05.2021
Quelle: Markit



Ein breit abgestützter Aufschwung

Neben dem privaten Verbrauch stützen auch die anderen Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage den Aufschwung. Seit März letzten Jahres haben Unternehmen nahezu überall in der westlichen Welt weniger Güter hergestellt, als sie an Kunden verkauft haben. Entsprechend müssen sie jetzt ihre Lagerbestände auffüllen. Bei besserer Konjunktur möchten sie zudem ihre Investitionen ausweiten. Zudem werden zusätzliche Staatsausgaben vor allem für Investitionen in Infrastruktur und den Klimaschutz die Konjunktur auch 2021 und 2022 erheblich anschieben. Auch wenn das Virus nicht verschwinden wird, werden Impffortschritte vermutlich dafür sorgen, dass ein saisonaler Anstieg des Infektionsrisikos im Herbst 2021 keine neuen Lockdowns erfordern wird.

Alle Komponenten der Nachfrage tragen zum Aufschwung bei.

Das zweite Thema des Jahres: Inflation

Mit dem kräftigen Aufschwung rückt das Thema Inflation immer mehr in den Vordergrund. Derzeit sorgen eine Reihe von Sonderfaktoren für einen kräftigen Anstieg der Inflationsraten. Neben dem Auslaufen des deutschen Mehrwertsteuerrabatts und der ausgeweiteten Abgabe für CO₂-Emissionen schlagen derzeit vor allem die hohen Transportkosten sowie Lieferengpässe für Güter zu Buche. Dazu kommt der Basiseffekt der vom März bis zum Herbst 2020 außerordentlich niedrigen Ölpreise. Angesichts hoher Nachfrage heben zudem viele Dienstleister ihre Preise beim Wiederer-

öffnen der Kneipen, Restaurants und Hotels an. Deshalb dürfte die Inflationsrate in der Eurozone im Sommer auf etwa 2,5% hochschnellen. In den USA dürfte die Rate bis in den Herbst hinein sogar 3% überschreiten.

Der kräftige Anstieg der Inflation im Vorjahresvergleich wird 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 höheren Arbeitslosigkeit werden die dauerhaften Triebkräfte der Inflation wie beispielsweise der Lohndruck bis 2023 eher verhalten bleiben, wobei die Inflationsgefahren in den USA angesichts des dort besonders kräftigen Fiskalimpulses ausgeprägter sind als in der Eurozone.

Zentralbanken rudern nur langsam zurück

Nach Jahren sehr niedriger Inflation werden die Notenbanken zunächst nur verhalten auf den zeitweiligen 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, dass die Fed im Laufe von Q3 einen Zeitplan für das Rückführen ihrer Anleihekäufe vorstellen wird. Auch die EZB dürfte im weiteren Jahresverlauf das Tempo ihrer Anleihekäufe etwas drosseln. Während die Fed vermutlich Ende 2022 und spätestens Anfang 2023 ihre Leitzinsen anheben wird und die Bank of England wohl bereits im Herbst 2022 handeln wird, dürfte die EZB angesichts geringerer Inflationsgefahren in der Eurozone wohl erst im Herbst 2023 folgen.

Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt

Wachstums- und Inflationsprognosen

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

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.
 ** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 15.06.2021



WENIGER POTENZIAL, CHANCEN IN ASIEN

AUF DEN PUNKT

- Wiedereröffnung der Wirtschaft führt zu breiten positiven Gewinnrevisionen. Gewinnschätzungen für nächstes Jahr sind allerdings mit größerer Unsicherheit behaftet.
- Aktien bleiben zur eigenen Historie teuer bewertet, vor allem in den USA. Es gibt jedoch keine attraktive Alternative.
- Aktienmärkte dürften im dritten Quartal nicht viel Aufwärtspotenzial auf Indexebene besitzen, für Asien sehen wir Chancen im zweiten Halbjahr.

Zyklischer im zweiten Quartal tendenziell vorne

Robuste Konjunkturdaten und positive Gewinnrevisionen sorgten für größtenteils steigende Aktienkurse im zweiten Quartal. Europa lag dabei als tendenziell zyklische Aktienregion vorne. Eine verbesserte Anlegerstimmung aufgrund des Impffortschritts und der Öffnung der Wirtschaft half ebenfalls. Bei internationalen Anlegern dürften zudem die andauernde Euro-Stärke bzw. US-Dollar-Schwäche eine Rolle gespielt haben. US-Aktien legten leicht zu, allerdings gab es unter der Oberfläche viel Bewegung. Während Tech-Unternehmen underperforierten, gewannen vor allem Rohstoff- und Finanztitel hinzu. Asien entwickelte sich deutlich unterdurchschnittlich im zweiten Quartal wie auch seit Jahresanfang. Die Bekämpfung des Coronavirus schreitet dort nur langsam voran, in Japan und Indien gab es beispielsweise weitere Lockdowns. China litt unter einem Abflauen des Konjunkturmoments sowie einem Anstieg der regulatorischen Unsicherheit.

Positive Gewinnrevisionen über alle Regionen hinweg

Die Analysten haben ihre Gewinnschätzungen im Einklang mit den besseren Konjunkturdaten stark nach oben angepasst, insbesondere für Lateinamerika und Großbritannien. Beide Regionen profitierten aufgrund ihrer Sektorstruktur von der breiten Rohstoff-Rallye. Global dürften die Gewinne dieses Jahr deutlich steigen. Der Konsensus erwartet einen Gewinnanstieg von 35% – die Spreizung zwischen den Regionen ist enorm. Für die Schweiz rechnen die Analysten mit einem Gewinnsprung von weniger als 10%, für Lateinamerika von mehr als 200%. Für nächstes Jahr wird dann eine gewisse Normalisierung antizipiert, mit Gewinnwachstumsraten im Bereich von 5–15%. Der Konsensus ist dabei konstruktiv für die Eurozone, die USA und Asien. Lateinamerika, Osteuropa und Großbritannien dürften nach den massiven Gewinnanstiegen dieses Jahr nächstes Jahr ein schwächeres Wachstum verzeichnen. Wie groß das Gewinnwachstum tatsächlich ausfällt, ist noch mit einer großen Unsicherheit behaftet. Der weitere Inflations- und damit auch Zinspfad, die Entwicklung der Corona-Pandemie sowie potenzielle Fiskalprogramme und Steuererhöhungen dürften unterschiedliche Auswirkungen auf die Regionen und Sektoren haben, die jetzt noch nicht absehbar und entsprechend von den Analysten auch kaum berücksichtigt sind.

Bewertungen absolut teuer, relativ günstig

Die nach wie vor enorme Liquidität und die niedrigen Zinsen haben dazu geführt, dass Aktien im Vergleich zur eigenen Historie weiterhin teuer bewertet sind. Dies gilt insbesondere für die USA. Der S&P 500 wird momentan mit einem KGV von 22,5 für die Gewinnschätzungen der nächsten zwölf Monate bewertet, weit

Viele Aktienregionen im Plus in Q2 - Europa vor den USA und Asien, auch seit Jahresbeginn, zyklische Werte bauten Vorsprung aus

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q2 21 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.20-15.06.21)	■ Q2 21 (31.03.21-15.06.21)	15.06.20	15.06.19	15.06.18	15.06.17	15.06.16			
MSCI EM Osteuropa	12,5	20,1	27,2	-13,5	25,6	9,9	19,8	1,1	6,3	8,8
MSCI USA Small Caps	2,1	19,7	50,8	-5,2	-1,3	15,1	22,0	2,4	1,1	27,1
Stoxx Europa Zyklisch	6,8	18,3	43,5	-7,8	-6,5	5,8	32,3			
Euro Stoxx 50	6,9	18,3	35,1	-5,6	-1,0	2,1	27,9	2,2	2,6	19,1
MSCI Großbritannien	6,7	18,0	26,7	-16,2	-1,2	6,4	17,1	1,8	3,9	13,5
Stoxx Europa Small 200	8,5	17,0	42,8	-2,6	-4,7	9,7	23,9	1,9	2,3	26,3
Stoxx Europa 50	8,3	16,7	25,3	-4,2	4,7	0,5	21,3	2,5	3,1	17,4
S&P 500	3,9	14,8	30,9	7,6	9,7	11,9	20,9	4,3	1,4	22,5
DAX	4,8	14,7	32,1	-1,5	-7,0	2,5	32,1	1,8	2,7	15,7
Stoxx Europa Defensiv	7,3	12,4	15,3	0,5	6,2	1,8	13,3			
MSCI EM Asien	0,3	6,6	36,4	4,6	-8,4	13,0	30,8	2,0	2,0	16,2
Topix	-1,5	5,1	19,5	2,1	-6,6	10,9	22,4	1,3	2,0	16,1

Zeitraum: 15.06.2016-15.06.2021

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



oberhalb des historischen Durchschnitts von 16,8. An Aktien führt im Cross-Asset-Vergleich trotzdem kein Weg vorbei – die Differenz zwischen Aktiendividende und Staatsanleiherendite liegt je nach Region zwischen 100 und 200 Bp höher als im historischen Durchschnitt. Den meisten Investoren fehlt schlichtweg eine attraktive Alternative, sollten sie Aktien verkaufen.

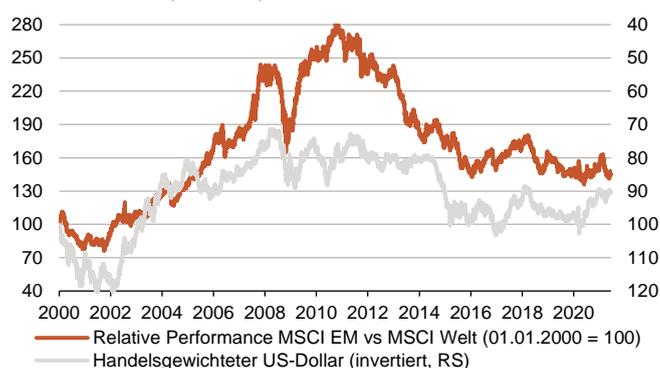
Style-Volatilität dürfte hoch bleiben, Asien mit Chancen in H2

Wir bleiben vorerst bei unserer Barbell-Strategie aus wachstumsstarken Qualitätsunternehmen, die von Megatrends wie beispielsweise der Digitalisierung profitieren, sowie taktischen Value-Investments in ausgewählten Regionen wie Großbritannien und Lateinamerika. Viele Value-Sektoren haben zuletzt von deutlich positiven Gewinnrevisionen profitiert. Für Rückenwind dürften unserer Meinung nach auch wieder leicht steigende US-Anleiherenditen sorgen, eine Reflexion der breiten Konjunkturerholung weltweit. Eine Drosselung der Anleihekäufe seitens der Zentralbanken rückt näher. Allerdings sind zuletzt auch US-Megacaps relativ attraktiver geworden, zumal die Aktienrückkaufprogramme jüngst ausgeweitet wurden. Das Auf und Ab zwischen Value und Growth dürfte somit vorerst weitergehen. Das Aufwärtspotenzial auf Indexebeane dürfte nach dem sehr starken ersten Halbjahr im dritten Quartal begrenzt sein. Größere Chancen sehen wir im weiteren Verlauf des Jahres in Asien, nach der starken Underperformance seit Jahresbeginn und gegeben, dass auch dort die negativen Konsequenzen der Corona-Pandemie aufgrund des Impffortschritts nachlassen dürften. Keine ausgeprägte Positionierung und kein euphorisches Sentiment sprechen auch für Asien.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

US-Dollar-Schwäche dürfte Emerging Markets unterstützen

Relative Performance MSCI EM vs MSCI Welt (01.01.2000 = 100) und handelsgewichteter US-Dollar (DXY Index)



Zeitraum: 01.01.2000-15.06.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

Die Zeit nach Corona

Da im zweiten Quartal auch endlich in Europa die Impfkampagne gegen das Coronavirus in Schwung kam und sich viele Länder mitten in der ersehnten Wiedereröffnung befinden, erlaubten sich Unternehmen vermehrt, einen Blick in die entferntere Zukunft und die Zeit nach Corona zu werfen. So zeichnet sich für Unternehmen aus der Gesundheitsindustrie zunehmend eine Rückkehr zur Normalität ab. Die Zahl der täglich durchgeführten Corona-Tests scheint ihren Höhepunkt gesehen zu haben, die Nutzung von Intensivbetten kehrt zum langfristigen Mittelwert zurück und zunehmend können auch wieder mehr elektive Operationen durchgeführt werden. Innerhalb der Konsumgüterindustrie scheint die Pandemie vielerorts schon fast vergessen. Es hilft die außergewöhnlich starke Nachfrage aus China, insbesondere für Luxusgüter. Inflation und Engpässe bei den Lieferketten sind zwei Themen, die zuletzt in unseren Gesprächen vermehrt aufkamen. Da wir vorwiegend im Austausch mit Unternehmen stehen, die steigende Kosten tendenziell weitergeben können, hörten wir diesbezüglich eher entspannte Stimmen. Besorgter zeigten sich viele hinsichtlich der Lieferengpässe. Insbesondere der Zugang zu Computerchips wird wohl bis auf weiteres schwierig bleiben.

Matthias Born, Leiter Portfoliomanagement Aktien

Prognoseübersicht: Aufwärtspotenzial limitiert

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	15.06.2021	31.12.2021	30.06.2022	
S&P 500	4.247	4.250	4.400	4.696
DAX	15.730	15.800	16.300	17.754
Euro Stoxx 50	4.144	4.150	4.300	4.491
MSCI UK	2.016	2.050	2.200	2.217
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	0,1	3,6	10,6
DAX	-	0,4	3,6	12,9
Euro Stoxx 50	-	0,2	3,8	8,4
MSCI UK	-	1,7	9,1	9,9

* Durchschnitt, Konsens per 15.06.2021.
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



MIT DER RICHTIGEN AUSWAHL DIE KLIPPEN UMSCHIFFEN

AUF DEN PUNKT

- Sichere Staatsanleihen bewegen sich auch weiterhin in einem schwierigen Fahrwasser – Vorsicht bleibt angeraten.
- Euro-Unternehmensanleihen: Durationsrisiken vermeiden, laufende Verzinsung am kurzen Ende attraktiver.
- Bei Schwellenländerpapieren favorisieren wir hochverzinsliche Staatsanleihen sowie das Lokalwährungssegment.

Anleihemärkte bieten auch weiterhin Ertragsmöglichkeiten

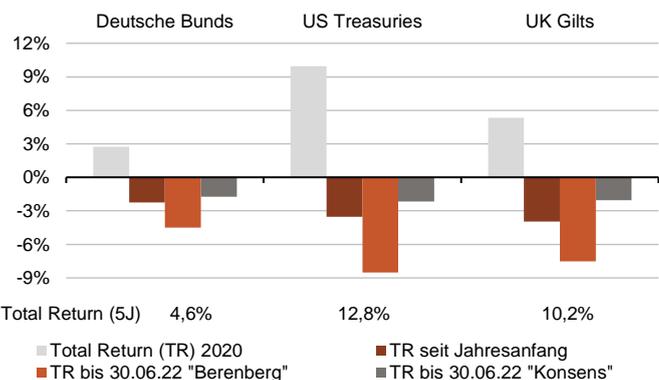
Sinkende Corona-Infektionszahlen und zunehmende Impfschritte, dazu Konjunkturampeln, die weltweit auf Grün stehen, sowie steigende Inflation – in diesem Umfeld haben die Anleihemärkte im bisherigen Jahresverlauf bereits spürbare Bewegungen hinter sich. Nichtsdestotrotz werden auch die vor uns liegenden Monate Chancen und Risiken mit sich bringen, und mit Anleihen positive Erträge zu erwirtschaften, bleibt weiterhin möglich. Dafür ist die richtige Schwerpunktsetzung mit einer nicht zu langen Duration entscheidend.

Staatsanleiherenditen mit nur vorübergehender Verschäufpause

Im zweiten Quartal stieg die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen langsamer als noch im ersten, während sich im angelsächsischen Raum die Rendite von britischen und US-Staatsanleihen stabilisierte bzw. sogar leicht fiel. Ebenso büßte der Anstieg der Inflationserwartungen zuletzt an Dynamik ein. Eine Entwarnung am Markt für sichere Staatsanleihen wäre dennoch fehl am

Keine Entwarnung für sichere Staatsanleihen

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



Zeitraum: 15.06.2016-15.06.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7-10 Jahre, TR)

Platz, denn der konjunkturelle Ausblick spricht für ein im weiteren Jahresverlauf schwieriges Umfeld für diese Anlageklasse – die Renditen dürften weiter steigen. Dies gilt umso mehr, falls sich im Verlauf des Sommers herausstellen sollte, dass der Inflationsanstieg nicht nur einen temporären, sondern zumindest in Teilen auch einen strukturellen Charakter besitzen könnte. Und obwohl die EZB im kommenden Quartal nicht wie die Bank of England ihre Nachfrageaktivitäten nach Staatsanleihen reduziert, sondern ihr Kaufprogramm unverändert fortführt, bleiben wir dabei: Vorsicht bei Staatspapieren hoher Bonität.

Unternehmensanleihen: langweilig gut

Wir bestätigen unsere positive Einschätzung für Unternehmensanleihen und erwarten für die kommenden Monate eine anhaltende Outperformance gegenüber europäischen Staatspapieren. Dies wird unverändert durch einen nachhaltigen Wirtschaftsaufschwung und gesundende Unternehmensbilanzen untermauert. Selbst temporäre Neuemissionswellen sorgen bisher nur für marginale Ausweitungen bei den Risikoprämien – zu stark wirkt mittelfristig die Jagd nach positiver Rendite im anhaltenden Negativzinsumfeld. Wenngleich im Ausmaß begrenzt, sollte aufgrund des Renditeauftriebs der letzten Monate noch moderates Einengungspotenzial für Risikoaufschläge existieren. Ein Wermutstropfen bleiben allerdings die historisch hohen Bewertungen. Ein Blick auf die Abbildung links auf Seite 11 zeigt zudem, dass die Kurven für Renditeaufschläge in Euro vergleichsweise flach sind – der Mehrertrag kompensiert aktuell nicht das mit längerer (Spread-)Duration einhergehende Risiko. Um mit längerlaufenden Unternehm-

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

Berenberg- und Kongsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2021 und zur Jahresmitte 2022

	15.06.2021	31.12.2021	30.06.2022
	Aktuell	Ø*	Ø*
USA			
Leitzins	0,00-0,25	0,25	0,30
10J US-Rendite	1,49	1,88	2,02
Eurozone			
Leitzins	0,00	0,00	0,00
10J Bund-Rendite	-0,23	-0,02	0,01
Großbritannien			
Leitzins	0,10	0,10	0,15
10J Gilts-Rendite	0,76	0,99	1,10

* Durchschnitt, Kongsens per 15.06.2021.
Quelle: Bloomberg



mensanleihen eine signifikant bessere Wertentwicklung zu erzielen, würde es entgegen unserer Erwartung deutlicher Renditerückgänge bedürfen. Verstärkt wird diese Auffassung noch dadurch, dass zuletzt insbesondere das kurzlaufende Segment durch positive Kapitalzuflüsse Unterstützung findet. Dementsprechend bleibt unser Credo: attraktive laufende Verzinsung am kurzen Ende. Wir bevorzugen für die nächsten Monate Laufzeiten unter sieben Jahren, das BBB-Segment sowie Beimischungen aus Nachrang- und Hochzinsanleihen.

Schwellenländer: hochverzinsliche Staatsanleihen mit Potenzial

Im zweiten Quartal sorgten insbesondere sich stabilisierende US-Staatsanleihenrenditen für eine im Vergleich zu den ersten drei Jahresmonaten entspanntere Gemütslage bei Anlegern in Schwellenländeranleihen. Dies galt sowohl für Hart- als auch für Lokalwährungspapiere. Nichtsdestotrotz ist eine gewisse Vorsicht geboten. Gerade Anleihen mit besserer Bonität weisen eine hohe Sensitivität gegenüber US-Renditen auf und besitzen nach ihrer langen Aufholphase bei den Risikoprämien kaum noch Einengungspotenzial. Genau dieses wäre aber nötig, um weiteren Renditeanstiegen entgegenwirken zu können. Absolut gesehen erachten wir die aktuellen Renditeniveaus sowohl für Staats- als auch für Unternehmensanleihen weiterhin als attraktiv, müssen die einzelnen Untersegmente jedoch klar voneinander unterscheiden. Gegenüber seinem Pendant aus dem Investmentgrade-Bereich ist mit einer Outperformance des Hochzinssegments zu rechnen, wobei insbesondere Staatsanleihen ihr Risikoprämienniveau aus der Zeit vor der Corona-Krise noch nicht wieder erreichen konnten. Gepaart mit

einer deutlich geringeren Sensitivität gegenüber US-Zinsbewegungen versprechen hochverzinsliche Staatspapiere gegenüber solchen mit höheren Bonitäten über den Sommer eine stärkere Wertentwicklung. Auch Lokalwährungspapiere stufen wir aufgrund ihres zyklischen Charakters sowie ihrer geringen Zinssensitivität als lohnend ein. In vielen Schwellenländern sind die lokalen Renditen bereits wieder angestiegen, was einen Einstieg in den kommenden Wochen und Monaten auch unter dem Gesichtspunkt der laufenden Verzinsung wieder deutlich attraktiver erscheinen lässt.

Fazit: Auf die Auswahl kommt es an

Steigende Renditen werden es Anleiheinvestoren auch im weiteren Jahresverlauf grundsätzlich nicht leicht machen. Umso wichtiger ist es, Anlageschwerpunkte in Segmenten zu setzen, die jenseits von Renditebewegungen Ertragspotential besitzen. Sichere Staatsanleihen gehören nicht dazu. Ihre laufende Verzinsung bietet keine hinreichende Kompensation für Kursverluste. Besser abschneiden sollten Unternehmensanleihen, die zwar nur noch einen eng begrenzten Spielraum für sinkende Risikoaufschläge aufweisen, doch am kurzen Ende vergleichsweise attraktive Erträge erzielen, ohne allzu zinssensitiv zu sein. In den Schwellenländern können insbesondere hochverzinsliche Staatsanleihen sogar noch von fallenden Risikoprämien profitieren. Lokalwährungspapiere bieten zudem interessante Einstiegsmöglichkeiten auf gestiegenen Renditeniveaus.

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

Unternehmensanleihen: Duration zahlt sich nicht aus

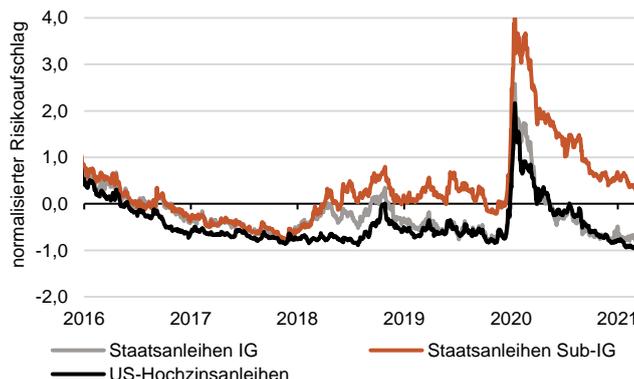
Ein Durationsrisiko über sieben Jahre hinaus wird derzeit nicht hinreichend durch entsprechend attraktive Renditeaufschläge kompensiert



Zeitraum: 15.06.2016-15.06.2021, Quelle: Bloomberg, ICE, eigene Berechnung
Darstellung: Option Adjusted Spreads (OAS) versus Libor

Schwellenländer: Hochverzinsliche Staatspapiere sind favorisiert

Hochverzinsliche Staatsanleihen (Sub-IG) bieten deutlich attraktivere Renditeaufschläge als das Investmentgrade-Segment (IG) und als US-Hochzinspapiere



Zeitraum: 14.06.2006-14.06.2021, Quelle: Bloomberg
Darstellung: historischer Z-Score, Beobachtungszeitraum 15 Jahre



ROHSTOFFE SCHALTEN EINEN GANG RUNTER

Antwort des Angebots auf die Nachfrageerholung bestimmt Öl

Corona blieb im zweiten Quartal Preistreiber Nummer 1 für Öl. Dabei schwankten Marktteilnehmer zwischen Nachfragesorgen in Asien aufgrund steigender Infektionen und Nachfragehoffnungen im Westen dank einsetzender Impferfolge. In Summe bewegte sich Öl volatil nach oben. In den kommenden Monaten dürfte sich der Fokus mehr Richtung Angebot verschieben. Den kräftigen Aufholeffekten der Nachfrage und der positiven Saisonalität steht eine stagnierende Produktion seitens der US-Schieferölindustrie gegenüber. Dies gibt der OPEC+ mehr Spielraum für eigene Angebotsausweitungen, ohne den Ölpreis zu gefährden. Gleichzeitig dürften Letztere zusammen mit der Rückkehr des Irans auch das Potenzial begrenzen, wobei Chancen Risiken vorerst weiter überwiegen. Überraschungen des Ölpreises nach oben sind nicht auszuschließen.

Aufholeffekte der Gold-Nachfrage treffen auf steigende Zinsen

Trotz der positiven Anlegerstimmung und der damit verbundenen anhaltenden Rotation in zyklische Anlagen konnte Gold im zweiten Quartal hinzugewinnen. Die Gründe hierfür sind vielfältig. Zum einen erfuhr das Edelmetall Rückenwind durch gefallene Realzinsen, einen schwächeren US-Dollar und steigende Inflation. Dies, gepaart mit dem Überschreiten der 200-Tage-Linie und dem Crash großer Kryptowährungen, ließ Anleger wieder kräftig ihre Goldbestände aufstocken. Zum anderen unterstützte auch die gestiegene Nachfrage von Zentralbanken und der Schmuckindustrie den Goldpreis. Während Aufholeffekte der Nachfrage in den kommenden Monaten weiter Abwärtsrisiken limitieren dürften, bleibt jedoch auch das Aufwärtspotenzial begrenzt. Denn steigende Zinsen, ergo Opportunitätskosten, dürften auf Gold lasten. In Kombination mit steigender Inflation spricht dies für eine (volatile) Seitwärtsbewegung in den kommenden Monaten.

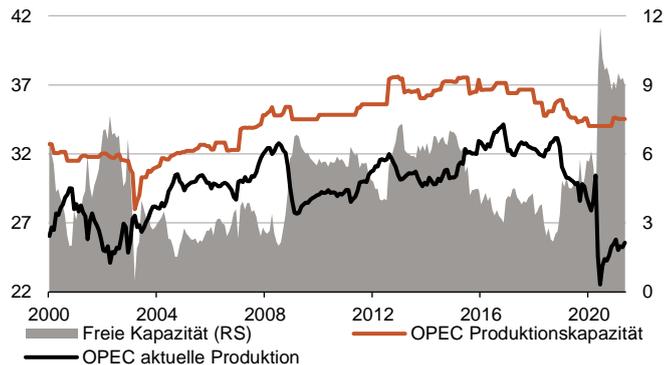
Industriemetalle bremsen sich selbst

Die Preise für Industriemetalle setzten in Q2 ihren Aufwärtstrend dank hoher Nachfrage aus der Industrie fort. Viele Metalle erklommen Mehrjahres- oder sogar neue Allzeithochs. Dieser starke und sehr schnelle Preisanstieg macht sich mittlerweile allerdings in der Industrie bemerkbar. Werden die höheren Rohstoffkosten an den Konsumenten weitergegeben, dürfte dies den von uns erwarteten langfristigen Aufwärtstrend kurzfristig bremsen. Indessen dürfte Chinas Fähigkeit, die Metallpreise zu kontrollieren, abgenommen haben, denn mit der Rückkehr des Rohstoffhungers des Westens sind die Rohstoffmärkte weniger abhängig vom Reich der Mitte. Das Abwärtspotenzial von dieser Seite bleibt also begrenzt.

Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research

Hohe freie Kapazitäten geben der OPEC Spielraum

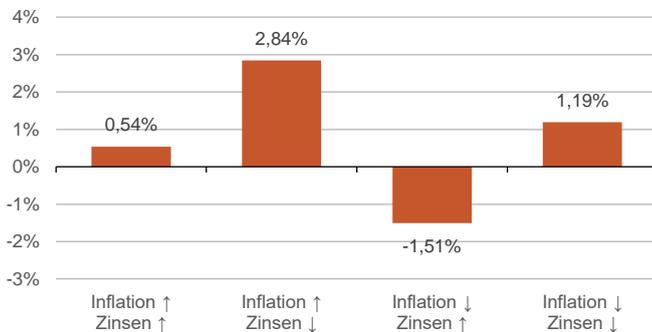
Aktuelle Ölproduktion der OPEC gegenüber der tatsächlichen Kapazität in Millionen Barrel pro Tag



Zeitraum: 01.01.2000-31.05.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Aktuelles Zins- und Inflationsumfeld bremst Potenzial von Gold

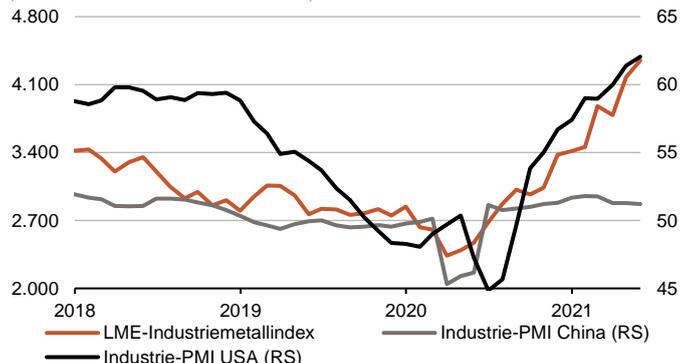
Durchschnittliche rollierende 3-Monats-Goldpreisentwicklung in Abhängigkeit von der Veränderung des US-CPI YoY und der 10J-US-Treasury-Renditen



Zeitraum: 01.01.1980-31.05.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Industrie des Westens treibt Metallpreise (und nicht China)

Entwicklung des LME-Index gegenüber den Industrie-Einkaufsmanagerindizes (rollierender 3-Monats-Durchschnitt) von China und den USA



Zeitraum: 01.01.2018-31.05.2021
Quelle: Bloomberg, ISM, China Federation of Logistics and Purchasing



POSITIVES UMFELD FÜR DEN EURO

Positive Konjunkturaussichten beflügeln den Euro

Das erste Quartal 2020 hatte einige Überraschungen parat. Vor allem die beeindruckenden Impffortschritte in den USA und Großbritannien brachten Aufwind für den US-Dollar und das Britische Pfund, denn zeitgleich kamen die Länder der Eurozone mit den Impfungen nur sehr schleppend voran. Im zweiten Quartal hat sich die Lage am Devisenmarkt normalisiert. Zwar liegen die beiden Länder bei den Impfquoten weiter vorn, doch insgesamt rückläufige Infektionszahlen sorgen überall für positive Stimmung. Der Fokus liegt nicht mehr so sehr auf dem Impfvorsprung der USA und Großbritanniens. Vielmehr richtet sich der Blick auf die Konjunkturaussichten, die inzwischen auch für Europa sehr positiv sind und einen kräftigen Konjunkturaufschwung versprechen.

EUR/USD: zwischen Schulden, Zinsen und Inflation

Die volkswirtschaftliche Gemengelage ist insbesondere jenseits des Atlantiks komplex. Positiv schlagen zu Buche: eine verbesserte politische Stimmung nach den ersten Erfolgen des neuen Präsidenten Joe Biden, die schnellen Stellenzuwächse am Arbeitsmarkt, die sehr positiven Konjunkturaussichten und der Zinsvorsprung gegenüber der Eurozone. Doch die guten wirtschaftlichen Aussichten haben ihren Preis. Die Belebung der Wirtschaft kostet Geld; Geld, das die Amerikaner selbst nicht haben: Das US-Haushaltsdefizit beläuft sich 2020 und 2021 jeweils auf rund 15%. Die Notenbank Fed muss eine aggressiv-expansive Geldpolitik fahren, um die Finanzierungskosten für den Staat niedrig zu halten, während die expansive Ausgabenpolitik die Inflationsraten in die Höhe treibt (Mai: +5% vs. Vorjahresmonat). Dem steht in der Eurozone eine weniger dynamische Konjunkturerholung gegenüber, die allerdings nachhaltiger erscheint: Die Eurozone kommt 2020 und 2021 mit Defiziten von jeweils „nur“ rund 7% durch die Krise und die Inflationsrate ist aktuell nicht einmal halb so hoch wie in den USA. Die Finanzmarktakteure trauen derzeit offenbar wieder eher dem europäischen Modell. Der Eurokurs stieg erneut auf deutlich über 1,20 US-Dollar je Euro, hat die Hürde bei 1,23 allerdings vorerst nicht nehmen können. Für die zweite Jahreshälfte sehen wir noch etwas Aufwärtspotenzial und sehen den Euro zum Jahresende bei 1,25 US-Dollar je Euro.

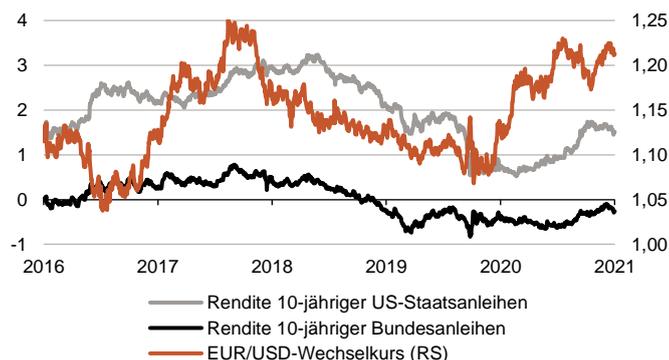
Pfund kann Höhenflug des ersten Quartals nicht fortsetzen

Das Pfund hat sich bei 0,86 Pfund je Euro eingependelt und dürfte auf dem Niveau weiter schwanken. Zu beobachten bleibt die Bank of England. Sie könnte ihre Geldpolitik schneller straffen als die EZB. Das könnte Kurspotenzial für das Pfund bringen.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

EUR/USD: Grünes Licht für Euro-Konjunktur - der Euro profitiert

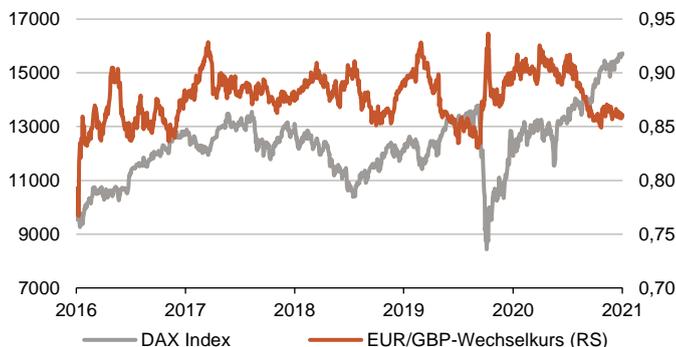
Der Euro überwindet die Corona-Lethargie und profitiert davon, dass die US-Wirtschaftspolitik langfristige Risiken birgt



Zeitraum: 15.06.2016-15.06.2021
Wechselkurs in US-Dollar; Bundesanleihe und US-Staatsanleihe in %. Quelle: Macrobond

EUR/GBP: Pfund schwenkt in Seitwärtsbewegung ein

Nach dem fulminanten ersten Quartal kann das Pfund nicht weiter zulegen. Der Euro profitiert von positiven Konjunktur- und Börsenaussichten



Zeitraum: 15.06.2016-15.06.2021
Wechselkurs in GBP, DAX in Punkten. Quelle: Macrobond

Wechselkursprognosen

Euro mit leichtem Aufwärtspotenzial zum US-Dollar

Wechselkursprognose	15.06.2021	31.12.2021		30.06.2022	
	Aktuell	€	Ø*	€	Ø*
EUR/USD	1,21	1,25	1,22	1,28	1,24
EUR/GBP	0,86	0,85	0,85	0,85	0,85
EUR/CHF	1,09	1,10	1,12	1,10	1,13
EUR/JPY	133	133	133	135	134

Veränderung zum Euro (in %)

USD	-	-3,0	-0,6	-5,3	-2,2
GBP	-	1,3	1,3	1,3	1,3
CHF	-	-1,0	-2,7	-1,0	-3,6
JPY	-	0,4	0,4	-1,1	-0,4

* Durchschnitt, Konsens per 15.06.2021
Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT TOBIAS SCHÄFER

Herr Schäfer, Sie sind verantwortlich für die Fondsselektion der Vermögensverwaltung bei Berenberg. Welche Aufgaben umfasst Ihre Position?

Zu meinem Aufgabenbereich gehört neben der Fonds- und ETF-Auswahl für die gesamte Vermögensverwaltung das Management der Berenberg-Fondsstrategien. Dafür ist regelmäßiger Austausch wichtig, um die aktuelle Aufstellung unserer Fondsinvestments zu kennen und zu eruieren, welche Themen die Marktteilnehmer beschäftigen. Natürlich bin ich immer auf der Suche nach neuen Fondskonzepten, die einen Mehrwert für unsere Portfolios bieten. Dazu nutze ich persönliche Kontakte und greife auf ein Netzwerk aus über 350 Produktanbietern zurück. Zudem ist es wichtig, die bestehenden Prozesse kontinuierlich zu hinterfragen und weiterzuentwickeln, aktuell ist etwa die Integration von Nachhaltigkeitsanforderungen in die Fonds- und ETF-Auswahl ein großes Projekt.

Wie sieht Ihr Arbeitsalltag konkret aus? Und wie wirkt sich die Corona-Pandemie bei Ihnen aus?

Mein Arbeitsalltag ist von Treffen mit potenziell interessanten Managern geprägt sowie der Vor- und Nachbereitung der Termine. Während ich vor der Corona-Pandemie jährlich über 300 Treffen vor Ort oder auf Konferenzen wahrgenommen habe, findet derzeit der Austausch ausschließlich online statt. Auf der einen Seite steigert dies die Effizienz, da selbst von zuhause Gespräche mit Managern über die ganze Welt problemlos möglich sind. Auf der anderen Seite gehen bei virtuellen Treffen Punkte in der zwischenmenschlichen Wahrnehmung unter, weswegen es besonders schwierig ist, den kompletten Auswahlprozess für neue Manager digital abzubilden.

Wann sind Fonds gegenüber Einzeltiteln zu bevorzugen?

Aus unserer Perspektive ist dies in vier Situationen der Fall: Fonds ermöglichen uns erstens einen Zugang zu weiteren attraktiven Märkten, in denen wir keine eigene Expertise vorhalten. Zweitens erlauben uns Fondsinvestments auch bei geringem Anlagevolumen diversifiziert zu investieren statt beispielsweise ausschließlich Anleihen einzusetzen, die oftmals nur in einer Stückelung von 100.000 EUR pro Anleihe platziert werden. Drittens können Fondsanlagen den administrativen Aufwand für Anleger deutlich verringern. Transaktionen innerhalb der Fonds führen zu keinen Buchungen auf dem Kundenkonto. Zu guter Letzt können Steuerstundungsvorteile genutzt werden, da erst beim Verkauf des Fonds die erzielten Gewinne zu versteuern sind.



Wie gehen Sie bei der Fondsselektion vor, welche Besonderheiten ergeben sich bei der Selektion von aktiven Fondsmanagern? Haben Sie das Know-how, um in allen Themen fit zu sein?

Unsere Suche startet immer mit einer Investmentidee, zum Beispiel chinesische Aktien. Wir durchforsten anfangs Datenbanken nach Fonds, die diese Idee bestmöglich abbilden. Dabei analysieren wir verschiedene Kennzahlen über diverse Zeithorizonte mit dem Ziel, eine kleine Zahl besonders aussichtsreicher Fonds zu finden. Nach diesem Blick in die Vergangenheit sprechen wir mit den aussichtsreichsten Managern, um einen Blick in die Zukunft zu werfen. Diese Interviews führen wir immer zusammen mit mindestens einem unserer Portfoliomanager mit entsprechender Assetklassenexpertise, um tiefer ins Detail zu gehen. Neben dem persönlichen Eindruck ist es uns wichtig herauszufinden, ob sich die Aussagen des Managers mit unseren Analyseergebnissen decken. Wir müssen die Treiber des Anlageerfolgs verstehen und einordnen, inwieweit diese in der Zukunft wiederholbar sind.

Wann sollte man auf ETFs und wann auf aktive Fonds setzen?

Aktive Fonds bieten in ineffizienten Märkten, die zudem oft von nur wenigen Analysten abgedeckt werden, einen deutlichen Mehrwert. Hier können Manager die Vorteile von Erfahrung, Marktzugang und eigenem Research bestmöglich ausspielen. Beispiele sind etwa Small-Cap-Investments oder chinesische Aktien.

ETFs bieten sich zur Quotensteuerung an, da über den Börsenhandel hohe Flexibilität für Anpassungen gegeben ist. Daneben sind ETFs für taktische Ideen eine gute Wahl: Während sich viele aktive Manager auf qualitativ hochwertige Unternehmen konzentrieren, werden sprunghafte Indexanstiege oftmals durch breiten



Optimismus angetrieben, von dem insbesondere Unternehmen schwächerer Qualität profitieren, die meist nur in ETFs eine stärkere Rolle spielen. Außerdem sind ETFs vor allem in großen, sehr effizienten Märkten wie bei US Large Caps sinnvoll, da hier kaum ein Manager langfristig einen Mehrwert liefert.

Worauf gilt es bei ETFs abseits der Kosten noch zu achten?

Statt nur auf die Gesamtkostenquote, kurz TER, zu schauen, sollte man sich die Zusammensetzung des Index und dessen Abbildbarkeit anschauen. Bezogen auf den S&P 500 ergeben sich je nach Art der Abbildung Performanceunterschiede zwischen ETFs in Höhe von 0,3% pro Jahr, sodass sich nicht immer der günstigste ETF am besten entwickelt. Zudem ist auf die Qualität der Abbildung eines Index, das Volumen der Produkte sowie die Handelskosten zu achten. Final gibt es auch im Handel Optimierungsmöglichkeiten, wie die Beachtung von Handelszeiten für eine kostengünstige Abwicklung. Speziell bei ETFs zeigt sich, dass trotz der auf den ersten Blick einfachen Struktur der Teufel in den Details steckt.

Wie berücksichtigen Sie ESG-Kriterien bei der Fondsauswahl?

Anders als bei einem klassischen ESG-Rating beurteilen wir mit Hilfe eines systematischen Analyseansatzes nicht nur die im Portfolio enthaltenen Wertpapiere, sondern untersuchen darüber hinaus die Ausrichtung des Produkthanbieters hinsichtlich Nachhaltigkeit, durchleuchten den kompletten Anlageprozess und prüfen die Qualität des Nachhaltigkeitsreportings. Wir wollen neben einem positiven ökologischen und sozialen Beitrag auch ESG-Risiken auf der Anlageebene frühzeitig erkennen und eliminieren.

Wie hat sich die Fondslandschaft über die letzten Jahre verändert? Welche Trends dürften sich auch in Zukunft fortsetzen?

Die zunehmend bessere Vergleichbarkeit von Strategien hat zu einem deutlich kompetitiveren Umfeld geführt. Gelder verteilen sich auf wenige sehr gute Manager, wobei Anleger eine dauerhaft unterdurchschnittliche Leistung nicht tolerieren – ganz nach dem Prinzip: „The winner takes it all.“ Durch die fortschreitende Konsolidierung der ETF-Anbieter kommt es zu Skaleneffekten, die den Kostendruck für aktive und auch passive Produkte weiter erhöhen. Auch der Trend zu ETFs setzt sich fort. Das hinterlässt jedoch Spuren im Verhalten des Gesamtmarktes und bei Einzeltiteln. Passive Anlagen sind einer der Treiber der sich kontinuierlich verändernden Marktstruktur.

Neu aufgekommen ist hingegen das Interesse an nachhaltigen Anlagen. Jedoch sind hier die Ansätze sehr heterogen, was eine Vergleichbarkeit aktuell schwierig gestaltet. Jedoch ist zu erwarten, dass perspektivisch einheitliche Standards definiert werden, um dies zu vereinfachen. Mit Blick nach vorne ist davon auszugehen, dass aufgrund der negativen Verzinsung von Liquidität sehr konservative Lösungen mit Aktienbeimischung für viele Anleger ein erster Schritt am Kapitalmarkt sein werden.

Inwieweit setzen Sie hauseigene Fonds ein?

In unserem Auswahlprozess berücksichtigen wir sowohl externe als auch interne Fondslösungen als potenzielle Investments und beurteilen diese nach gleichen Kriterien. Folglich müssen Berenberg-Fonds wettbewerbsfähig sein, um in unseren Multi-Asset-Strategien eingesetzt zu werden. Glücklicherweise schlagen sich die meisten Berenberg-Fonds im Wettbewerbsvergleich außerordentlich gut. Kommen hauseigene Fonds zum Einsatz, profitieren wir neben dem internen Informationsaustausch zusätzlich von niedrigen Kosten. Für fast alle Berenberg-Fonds sind besondere Tranchen ohne Managementvergütung für den Einsatz in der Vermögensverwaltung aufgelegt. Diesen Kostenvorteil muss jeder Wettbewerber erst einmal durch bessere Performance ausgleichen.

KURZVITA

Tobias Schäfer verantwortet neben der Fonds- und ETF-Auswahl die fondsbasierten Vermögensverwaltungsstrategien im Wealth und Asset Management bei Berenberg. Vor seinem Wechsel zu Berenberg im Juli 2018 war er als Portfoliomanager im institutionellen Multi-Asset-Portfoliomanagement bei Union Investment tätig und blickt auf Erfahrungen in der Finanzbranche seit 2012 zurück. Er hält einen Master of Finance von der Frankfurt School of Finance & Management.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie

AUTOREN

Christian Bettinger, CFA | Leiter Fixed Income Euro flexibel
Managt die Fonds Berenberg Euro Bonds und Berenberg Credit Opportunities und konzentriert sich auf Unternehmensanleihen

Matthias Born | Leiter Portfoliomanagement Aktien
Verantwortet die Anlagestrategie für Aktien des Asset Managements mit dem Fokus auf die Einzeltitelselektion in europäischen Aktien

Ludwig Kemper | Analyst Multi Asset Strategy & Research
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit

Martin Mayer, CEFA | Senior Portfolio Manager Multi Asset
Managt defensive Multi-Asset-Vermögensverwaltungsmandate und analysiert die Anleihemärkte, insbesondere für Staatsanleihen

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie
Leitet den Bereich Multi Asset und ist zuständig für die Kapitalmarktmeinung des Wealth and Asset Management

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

Dr. Jörn Quitzau | Senior Economist
Analysiert längerfristige Wirtschaftstrends und dabei insbesondere die Entwicklung an den Devisenmärkten

Robert Reichle, CFA, CQF | Leiter Fixed Income Global & EM
Verantwortet den Bereich Fixed Income Emerging Markets und Global Bonds ex Euro

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
Leitet die volkswirtschaftliche Abteilung und analysiert wirtschaftliche sowie politische Trends, die die Vermögensanlage beeinflussen

Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research
Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktkommunikation

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. Juni 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