



Nr 7 Juli 2020

Die Kapitalmarkt Publikation der Bergos Berenberg AG

# REFL EXIO NEN

---

# Q3 20



# BERGOS BERENBERG

Bergos Berenberg AG ist eine international agierende, unabhängige Schweizer Privatbank mit Hauptsitz in Zürich und Niederlassung in Genf. Mit einer Geschichte, die auf die Gründung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG im Jahre 1590 zurückgeht, sind wir seit über 30 Jahren am Finanzplatz Schweiz aktiv. Unser internationales Team widmet sich allen Aspekten der Vermögensverwaltung und -betreuung, mit besonderem Fokus auf Privaters, Familienunternehmer, Next Generation und Kunden der Schifffahrt. Mit einem Geschäftsmodell, das auf reines Private Banking ausgerichtet ist, beraten wir unsere Kunden in allen liquiden und nicht-liquiden Assetklassen und Alternative Investments.

Herausgegeben von  
Bergos Berenberg AG  
Zürich, Juli 2020

Alle Rechte vorbehalten



04

**Executive Summary**  
Reflexionen Q3 2020  
MAXIMILIAN HEFELE

08

**Volkswirtschaft**  
Der Wiederaufschwung hat begonnen  
Dr. HOLGER SCHMIEDING

14

**Aktien**  
Breite Erholung am globalen Aktienmarkt trotz  
anhaltender Risiken  
TILL C. BUDELMANN

22

**Anleihen**  
Positive Anzeichen wohin das Auge reicht?!  
RENÉ BOLHAR

30

**Rohstoffe**  
Gold weiterhin gut unterstützt  
SOUMAILA TÉKÉTÉ

34

**Währungen**  
Der Euro könnte gestärkt aus der Corona-Krise  
hervorgehen  
Dr. JÖRN QUITZAU

40

**Topic: Beyond Capital Markets**  
Engagement, Evaluation, Erweiterung:  
Family Office Services  
VANESSA SKOURA



**MAXIMILIAN HEFELE, CFA**  
Leiter Vermögensverwaltung

## Executive Summary

Liebe Investoren,

es ist eine Herausforderung, die Geschehnisse der letzten Monate angemessen zu reflektieren. Die Corona-Krise durchdringt gleichzeitig unterschiedliche sozioökonomische Ebenen unserer Existenz: Politik, Wirtschaft, Kultur, Sozialverhalten und Ethik sind von ihr betroffen. Ein Umstand, der die Krise so einzigartig macht.

In der Schweiz und vielen anderen Ländern kann man heute erfreut feststellen, dass die eingeleiteten Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie effektiv funktioniert haben. Mit gebotener Achtsamkeit kehren wir nun in kleinen Schritten in das ersehnte gesellschaftliche Leben zurück. Aber eben nur in kleinen Schritten. Die hieraus resultierende wirtschaftliche Erholung erfordert Geduld.

Der Kapitalmarkt scheint diese Geduld nicht zu haben. Der Aktienmarkt galoppierte bereits Ende März los und scheint zuversichtlich zu sein, dass der wirtschaftliche Aufschwung einigermaßen reibungslos gelingt. Vereinzelt Kursrückschläge zeigen allerdings, dass die Märkte empfindlich auf aufflackernde Risiken reagieren. Neue und länger anhaltende „Lockdowns“ in den USA wären für den Aufschwung besonders gefährlich.

Als Gegenpol zu den Risiken wirkt die geldpolitische Politik der Zentralbanken. Ziel ist es, die Zinsen möglichst tief zu halten.

Aus Staatensicht sollten die Zinsen idealerweise unterhalb der Inflationsrate bleiben. Somit bleibt die Zinslast möglichst tief und indirekt werden die Staatsschulden über die schleichende Geldentwertung abgebaut. Ein Umfeld, das Aktieninvestoren mit langfristigem Anlagehorizont belohnt und den klassischen Zinssparer bestraft.

Für eine erfolgreiche Anlagestrategie reicht es allerdings nicht aus, sich auf expansive Geldpolitik zu verlassen. Die Identifikation vielversprechender Marktsegmente bleibt unerlässlich. Die Corona-Krise hat, so stellen wir fest, Marktsegmente beflügelt, die bereits im Vorfeld von einem strukturellen Wachstumstrend profitiert haben. An vorderster Front zählt hierzu der Megatrend Digitalisierung. Ohne Anglizismen kommt man in dieser Welt leider nicht mehr aus. E-Commerce, Social Media oder Media Streaming sind aus dem Alltag nicht mehr wegzudenken.

Dies bestätigt wieder einmal, dass in jeder Krise eine Chance steckt. In unserer aktuellen Ausgabe von REFLEXIONEN, zeigen wir Ihnen aus Kapitalmarktperspektive auf, welche Chancen wir in diesem aussergewöhnlichem Umfeld sehen und wünschen Ihnen viel Spass beim Lesen!

Bleiben Sie gesund und zuversichtlich!

Ihr Maximilian Hefe  
LEITER VERMÖGENSVERWALTUNG



### HAUSMEINUNG

-- - 0 + ++

Aktien ○ ○ ● ○ ○

<b>Nordamerika</b>	○	○	○	●	○
Zyklische Konsumgüter	○	○	●	○	○
Nichtzyklische Konsumgüter	○	○	●	○	○
Energie	○	○	●	○	○
Finanzdienstleistung	○	●	○	○	○
Gesundheitssektor	○	○	○	●	○
Industrie	○	○	●	○	○
Technologie	○	○	●	○	○
Materialien	○	○	●	○	○
Immobilien	○	○	●	○	○
Telekom	○	○	○	●	○
Versorger	○	●	○	○	○

<b>Europa</b>	○	○	●	○	○
Zyklische Konsumgüter	○	○	○	●	○
Nichtzyklische Konsumgüter	○	●	○	○	○
Energie	○	○	●	○	○
Finanzdienstleistung	○	○	●	○	○
Gesundheitssektor	○	○	●	○	○
Industrie	○	○	●	○	○
Technologie	○	○	○	●	○
Materialien	○	●	○	○	○
Immobilien	○	○	●	○	○
Telekom	○	○	●	○	○
Versorger	○	○	●	○	○

Schwellenländer ○ ● ○ ○ ○



-- - 0 + ++

Anleihen ○ ● ○ ○ ○

<b>Währung: US-Dollar</b>	○	○	○	●	○
Duration	○	○	○	●	○
Staatsanleihen	○	○	○	●	○
Unternehmensanleihen	○	○	○	●	○
Finanzanleihen	○	○	●	○	○
Senior	○	○	●	○	○
Nachrang	○	○	●	○	○
Hochzinsanleihen	○	●	○	○	○

<b>Währung: Euro</b>	○	●	○	○	○
Duration	○	●	○	○	○
Staatsanleihen	○	●	○	○	○
Kern	○	●	○	○	○
Peripherie	○	○	●	○	○
Unternehmensanleihen	○	○	●	○	○
Finanzanleihen	○	○	●	○	○
Senior	○	○	●	○	○
Nachrang	○	○	●	○	○
Hochzinsanleihen	○	●	○	○	○

<b>Schwellenländer</b>	○	○	○	●	○
Hartwährung	○	○	○	●	○
Lokalwährung	○	○	○	●	○

-- - 0 + ++

Alternative Investments ○ ○ ○ ● ○

<b>Rohstoffe</b>	○	○	○	●	○
Energierohstoffe	○	○	●	○	○
Industriemetalle	○	○	●	○	○
Edelmetalle	○	○	○	●	○

<b>Hedge Fonds Strategien</b>	○	○	●	○	○
Long/Short	○	○	●	○	○
Relative Value	○	○	○	●	○
Macro	○	○	●	○	○
Event Driven	○	○	●	○	○

Wandelanleihen ○ ○ ○ ● ○

Immobilien ○ ○ ● ○ ○



**Dr. HOLGER SCHMIEDING**

Chefvolkswirt, Berenberg

## Volkswirtschaft

---

### **DER WIEDERAUF SCHWUNG HAT BEGONNEN**

Haben wir das Schlimmste überstanden? Auf beiden Seiten des Nordatlantiks mehren sich die Anzeichen, dass dem beispiellosen Einbruch der Konjunktur seit Ende April schrittweise ein neuer Aufschwung folgt. Noch ist es viel zu früh für eine echte Entwarnung. Aber eine verhaltene Zuversicht ist durchaus angebracht.

Nachdem wir im März unsere Konjunkturprognosen für Deutschland, Europa und die Welt schneller und stärker als je zuvor nach unten schrauben mussten, hat sich der Ausblick seitdem weitgehend stabilisiert. Ende März hatten wir für die Wirtschaftsleistung in der entwickelten Welt einen häkchenförmigen Verlauf vorhergesagt. Dem dramatischen Einbruch im März und April werde mit einem Lockern der jeweiligen Lockdowns ab Mitte Mai ein kräftiger aber nicht V-förmiger Wiederanstieg folgen. Ab Herbst 2020 werde sich der Anstiegswinkel abflachen. Etwa zwei Jahre nach dem Tiefpunkt

im zweiten Quartal 2020 werde das Bruttoinlandsprodukt strukturell halbwegs gesunder Wirtschaften der westlichen Welt dann wieder das Niveau der Zeit vor Corona erreichen können. Während der private Verbrauch und die Investitionen der Unternehmen nach dem Schock der Pandemie noch etwas länger brauchen würden, um sich zu erholen, würden zusätzliche Staatsausgaben diese Lücke langsam schliessen.

Seitdem haben wir fünf Entwicklungen beobachten können. Erstens haben die Notenbanken und Aufsichtsbehörden wie erwartet nahezu alles Erdenkliche getan, um zu verhindern, dass die unvermeidliche Mega-Rezession zusätzlich eine grosse Finanzkrise auslöst. Diese hätte sonst den konjunkturellen Absturz noch verlängert und vertieft. Zweitens stemmen sich Finanzminister und Parlamente in der westlichen Welt energisch mit nationalen Fiskalprogrammen gegen die Krise. Drittens sind die harten Wirtschaftszahlen für März und teilweise auch für April sogar noch etwas schlechter ausgefallen als befürchtet. Viertens hat



aber das Lockern der harten Einschränkungen des Alltags- und Wirtschaftslebens in vielen Ländern bereits etwas eher eingesetzt, als wir das Ende März erwartet hatten. Auch aus diesem Grund sind, fünftens, viele der Wirtschaftszahlen für die USA und – in etwas geringerem Umfang – auch für Europa im Mai und Juni weniger schlecht ausgefallen, als wir das Ende März erwartet hatten. Alles in allem können wir deshalb bisher an unserem Konjunkturbild festhalten.

Da die USA sich einen besonders ausgeprägten Fiskalstimulus leisten mit einem Defizit im Staatshaushalt von 17% des BIP in diesem Jahr und im Sommer möglicherweise noch einmal nachlegen, können die USA wahrscheinlich sogar bereits im Laufe des Jahres 2021 wieder das Niveau der Wirtschaftsleistung von Ende 2019 erreichen. Im Brexit-geschädigten Grossbritannien sowie im strukturell schwachen Italien wird es dagegen vermutlich länger als zwei Jahre dauern, um wieder am Stand der Zeit vor der Pandemie anknüpfen zu können.

Normalerweise folgen die Anzeichen für einen bevorstehenden Aufschwung in etwa einem bestimmten Muster. Ein geldpolitischer Stimulus setzt ein Signal gegen die Rezession und schafft Raum für mehr Ausgaben der Haushalte, Unternehmen und Staaten. Unterstützt durch mehr Liquidität und in der Hoffnung auf eine Wende zum Besseren drehen die Finanzmärkte nach oben. Kurz darauf hellt sich auch die Stimmung der Analysten und danach auch der Unternehmen und Haushalte wieder auf. Dies zeigt sich dann in weniger zurückhaltenden Ausgaben für Konsum und Investitionen und somit in einer besseren Konjunktur.

Nach dem beispiellosen Schock der Pandemie und Lockdowns können wir dies gerade im Zeitraffer beobachten. Die Geldmenge legt auf beiden Seiten des Atlantiks seit Anfang März kräftig zu, die Aktienkurse streben seit April nach oben, der deutsche ZEW-Erwartungsindex weist mit einem Anstieg von -49.5 im März auf +63.4 im Juni steil nach oben. Selbst die Ifo-Geschäftserwartungen haben sich wieder deutlich erholt auf 91.4 im Juni nach 69.4 im April. In den USA und Europa



haben die jüngsten Zahlungen zu Einzelhandel und Arbeitsmarkt positiv überrascht.

Der Wiederaufschwung hat also begonnen. Wie kräftig er ausfallen wird, lässt sich zwar noch nicht sagen. Die Zahlen passen bisher zu unserer Vorhersage, dass sowohl die USA als auch die Eurozone im dritten Quartal mehr als die Hälfte des Einbruchs des zweiten Quartals ausgleichen können. In den USA könnte es vorerst sogar noch etwas besser kommen. Dort sind die staatlichen Hilfen für viele Bürger und insbesondere für Arbeitslose so grosszügig ausgefallen, dass dort im April die Einkommen um 10,5% gegenüber März gestiegen sind, obwohl die – richtig gemessene – Arbeitslosenquote (einschliesslich Kurzarbeit) im April mit 19,5% einen Höchststand erreicht hatte. Nachdem immer mehr Geschäfte wieder geöffnet haben, haben die US-Verbraucher im Mai offenbar damit begonnen, einen Teil dieses Geldes auszugeben.

Für einen starken Zuwachs im dritten Quartal spricht auch ein Basiseffekt. Das zweite Quartal wird ja vor allem durch

den absoluten Tiefpunkt im April geprägt, an dem die Wirtschaftsleistung beispielsweise in der Eurozone wohl um gut 30% unter normal gelegen hat. Dank des bereits im Mai und Juni einsetzenden Aufschwungs beginnt das dritte Quartal also deutlicher höher als der Durchschnitt des Vierteljahres davor.

Allerdings müssen wir einige Risiken im Auge behalten. Die Pandemie ist zwar in Europa unter Kontrolle. Vorbei ist sie jedoch längst nicht. In weiten Teilen Lateinamerikas und manchen anderen Schwellenländern breitet sich das Virus rasch aus. Der Anteil dieser Länder an der Weltwirtschaft ist eher bescheiden. Aber auch in den USA ist die Lage unklar. Während im Grossraum New York die Pandemie ebenso abklingt wie in Europa, steigen die Fallzahlen in einigen anderen Staaten wie Kalifornien, Florida, Texas und Arizona rasch an. Für absehbare Zeit werden wir mit dem Virus leben müssen.



Unsere Vorhersagen stützen sich somit auf eine zentrale Annahme. Auch die USA werden sich nicht gezwungen sehen, noch einmal in grossen Teilen des Landes derart harte Lockdowns einzuführen, dass dies der Konjunktur nochmals einen harten Schlag versetzen würde. Stattdessen werden sich regionale Krisenherde regional eindämmen lassen. In Teilen der USA ist man offenbar ohnehin gewillt, ähnlich wie in Schweden höhere Fall- und Todeszahlen hinzunehmen als in Europa. Sofern die US-Kurve der insgesamt registrierten Infektionen sich als Folge einiger gezielter regionaler Gegenmassnahmen sich wieder etwas abflacht, dürfte der für die Weltwirtschaft so wichtige US-Aufschwung also weiterlaufen können.

Für die Finanzmärkte ist unser Ausblick insgesamt positiv. Auch angesichts der Aussicht auf mindestens zwei weitere Jahre niedriger Inflation und noch niedrigerer Leitzinsen haben Märkte im Aufschwung auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten weiter Potenzial nach oben. Nach dem fulminanten Höhenflug der letzten drei Monate würde aber auch eine zwischenzeitliche Korrektur durchaus zu unserem Ausblick für die Konjunktur passen.



Die Konjunktur springt  
wieder an  
- aber Risiken bleiben.



**BREITE ERHOLUNG  
AM GLOBALEN AKTIENMARKT  
TROTZ ANHALTENDER RISIKEN**

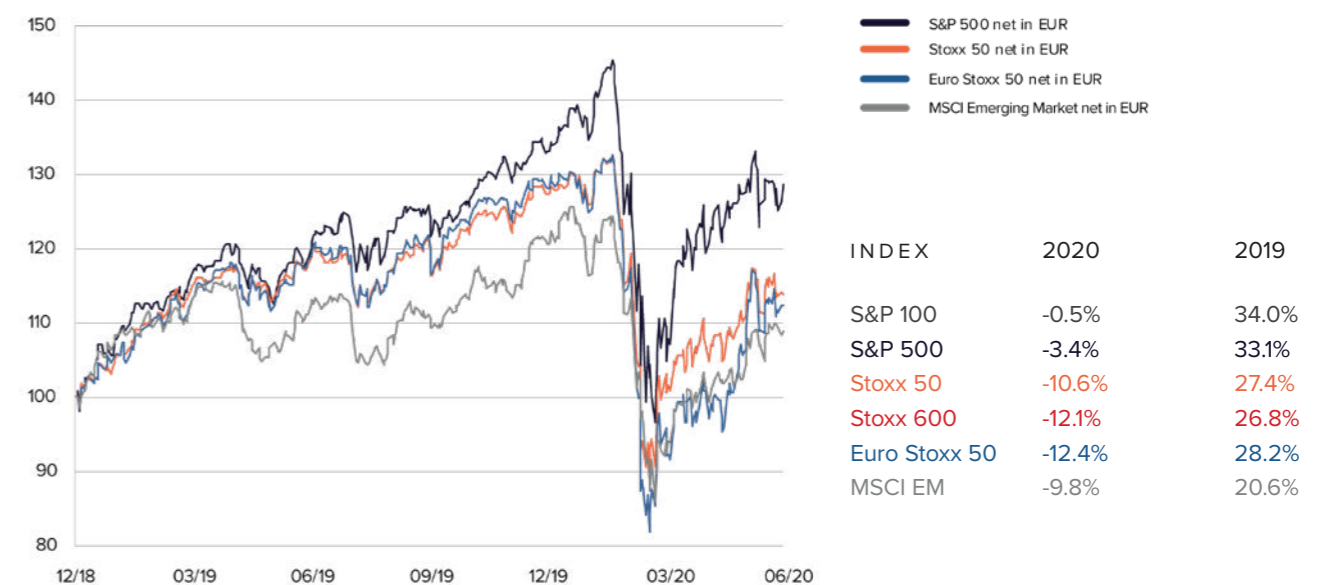


**TILL C. BUDELMANN**  
Aktienstrategie

Aktien

Der globale Aktienmarkt notiert inzwischen wieder in etwa auf dem Niveau, auf dem er bereits vor einem Jahr handelte und das, obwohl sich die Situation seitdem komplett verändert hat. Der Ölpreis ist zusammengebrochen, die Arbeitslosigkeit ist nach oben geschossen und die globale Wirtschaft befindet sich in einer tiefen Rezession. Dieser Zusammenhang ist jedoch nicht so ungewöhnlich wie er auf den ersten Blick erscheint. Der Aktienmarkt ist eine grosse Diskontierungsmaschine. Er blickt nicht aufs Jetzt, sondern stets nach vorn. „Diskontiert“ werden dabei die zukünftigen Unternehmensgewinne - von heute

bis in alle Ewigkeit. Und da dies aktuell mit einer Rate (dem Zins) von global nahe 0 geschieht, erscheinen die Unternehmensergebnisse von 2021/2022 derzeit fast genauso relevant wie die Ergebnisse der kommenden Quartale. Wie resistent sich der Aktienmarkt zuletzt gezeigt hat, überrascht dann aber doch. Viele Marktteilnehmer scheinen nicht nur nach vorne zu blicken, sondern sogar komplett durch die Probleme hindurch, und befinden sich gedanklich schon mitten in der Erholungsphase. Dennoch gibt es mehrere Risiken für die Weltwirtschaft und für den globalen Aktienmarkt, die es richtig einzuordnen gilt.



**Abbildung 1:** Entwicklung der internationalen Aktienmärkte  
Indexiert auf 100; Alle Indizes in EUR und inkl. Dividenden. Daten per 30.06.2020  
Quelle: Bloomberg, Bergos Berenberg



## WELCHE RISIKEN

### ES IM AUGE ZU BEHALTEN GILT

Als eines der Risiken diskutieren Marktteilnehmer zur Zeit die Unruhen in mehreren US-Städten nach dem Tod des Afroamerikaners George Floyd durch Polizeigewalt. Doch so aufwühlend die Entwicklungen menschlich-moralisch auch zu bewerten sind, die Auswirkungen auf die Kapitalmärkte sollten begrenzt sein, solange die Situation nicht in bürgerkriegsähnliche Zustände ausartet. Ein weiteres Risiko bleibt die Covid-19-Pandemie. Die Lage in der entwickelten Welt scheint sich diesbezüglich etwas zu beruhigen. Auch im Hotspot USA sind die täglichen Todesfälle beispielsweise seit dem Höhepunkt im April recht stetig gesunken. In einzelnen Staaten ist die Anzahl der Neuinfizierten zuletzt allerdings wieder gestiegen und die Gefahr einer zweiten Welle von Massnahmen durch die Politik bleibt global bestehen. Ein erneutes Herunterfahren der Wirtschaft wäre extrem unvorteilhaft für die einzelnen Märkte. Allerdings hat Finanzminister Steve

Mnuchin bereits verkündet, dass zumindest für die USA kein weiterer landesweiter Lockdown angestrebt wird.

Ein drittes Risiko sehen wir im Handelsstreit zwischen den USA und China. Die Rhetorik hat sich zuletzt wieder deutlich verschärft, was für beide Seiten opportun erscheint. In Amerika ist Wahlkampf und Trump instrumentalisiert den Streit gerne für politische Zwecke - und auch für Chinas Staatschef gilt es, Stärke zu zeigen. Jedoch gehen wir aktuell nicht von einer Eskalation des Streits mit neuen Zöllen aus. Denn das wäre für beide Machthaber in der derzeitigen wirtschaftlichen Lage wiederum nicht förderlich. Zudem ist es sehr unwahrscheinlich, dass alle drei Themen gleichzeitig eskalieren, da diese negativ miteinander korreliert zu sein scheinen. Die Risiken werden die Welt aber auch im zweiten Halbjahr begleiten. Im Mittelpunkt dürfte dann jedoch ganz klar der US-Wahlkampf



stehen. Für Wirtschaft und Aktienmarkt in den USA, aber auch weltweit, hat es eine sehr hohe Relevanz wer künftig im Weissen Haus sitzt und vor allem wer über die Mehrheiten im Senat und Repräsentantenhaus verfügt.

## DROHENDE STEUER- ERHÖHUNGEN

### ODER

## LIEBER HANDELS- STREITIGKEITEN?

Im November werden in den Vereinigten Staaten der Präsident, ein neues Abgeordnetenhaus und ein Drittel des Senats gewählt. Für die Republikaner geht Donald Trump ins Rennen, für die Demokraten Joe Biden, der dem gemässigten Lager der Partei angehört. Zwei Themen, welche die Aktienmärkte immer wieder beschäftigt haben und dies wohl auch künftig tun, sind Steuern/Regulierung und Handelsstreit mit China. Trumps Steuersenkungen und Regulierungsabbau wurden an den Aktienmärkten per Saldo positiv aufgenommen. Die Auseinandersetzung mit

China, die Trump immer wieder befeuert hat, hat die Märkte allerdings stark verunsichert. So würde es wahrscheinlich auch in einer zweiten Amtszeit aussehen, dann womöglich sogar noch erweitert um ernste Reibereien mit Europa. Präsidentschaftskandidat Biden hingegen hat angekündigt, die Steuern erhöhen und Regulierung verstärken zu wollen. Das wäre gerade für den US-Aktienmarkt eher negativ. Auch die Wähler der Demokraten sind zwar nicht sonderlich chinafeindlich gestimmt, ein demokratischer Präsident würde aber wahrscheinlich zurückhaltender agieren, was angenehmer für die weltweiten Kapitalmärkte wäre. Die kapitalmarktbezogenen Vor- und Nachteile der Kandidaten halten sich also in etwa die Waage. Es zählt jedoch nicht nur die Präsidentschaft, sondern auch die Machtverteilung im Senat und Abgeordnetenhaus. So ist beispielsweise für eine Steuerreform die Zustimmung beider Kammern notwendig.



## US-PRÄSIDENTSCHAFTSWAHL:

### TRUMP UND BIDEN ZURZEIT GLEICHAUF

Grundsätzlich sind derzeit vier Konstellationen für den Wahlausgang denkbar. Bei zweien kontrollieren – wie zurzeit – die Republikaner den Senat und die Demokraten das Abgeordnetenhaus, dazu kommt im Fall 1 Präsident Trump, im Fall 2 Präsident Biden. In den beiden anderen Fällen stellt eine der beiden Parteien den Präsidenten und kontrolliert beide Häuser. Vor allem die Variante, dass der Demokrat Biden durchregieren und damit auch die geplanten Steuererhöhungen seiner Partei durchsetzen kann, könnte sich negativ auf die Märkte auswirken und US-Aktien sogar schlechter stellen als die Börsen im Rest der Welt. Ausserhalb der USA dürfte auch in diesem Szenario eine

gewisse Erleichterung darüber vorherrschen, dass Trump dann nicht länger im Weissen Haus sässe. Die Wahrscheinlichkeit, dass solch eine Konstellation eintritt, ist gemäss den Prediction Markets aktuell gar nicht so gering (siehe Abbildung 2). Unserem hauseigenen Tool zufolge liegt die Wahrscheinlichkeit eines Sieges bei der Präsidentschaftswahl für Trump und Biden derzeit jedoch etwa bei 50 zu 50, wobei Trump in den letzten Wochen weiter an Zustimmung verloren hat. Relativ deutlich, mit einer Wahrscheinlichkeit von ungefähr 80 zu 20, sichern sich die Demokraten weiterhin das Abgeordnetenhaus. Sehr eng wird es hingegen beim Senat, hier dürften die Ergebnisse in einigen wenigen Staaten – wie

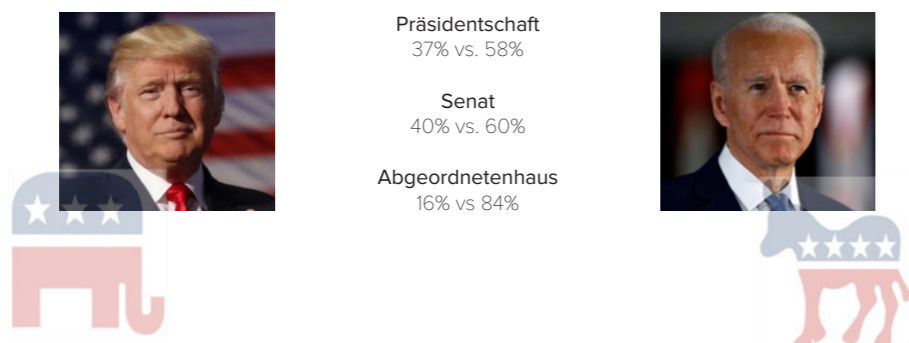


Abbildung 2: US-Wahlwahrscheinlichkeiten  
Quelle: Election Betting Odds, Belfair, PredictIt, Bergos Berenberg, Daten per 30.06.2020



auch bei der Präsidentschaftswahl – entscheidend sein. Im Fokus stehen dabei die Rennen in Iowa, Maine und North Carolina.

### WIE SICH DER WAHLAUSGANG AUF DIE SEKTOREN NIEDERSCHLÄGT

Der Wahlausgang wird sich unterschiedlich auf die einzelnen Sektoren auswirken. Kann Trumps Steuerreform zurückgedreht werden, würden vermutlich Sektoren wie Basiskonsum und Versorger leiden. Denn sie haben von den Unternehmenssteuerensenkungen mit am stärksten profitiert. In beiden Parteiprogrammen spielt Energie eine wichtige Rolle. Von den Demokraten an der Macht würden Erneuerbare Energien profitieren und die klassischen US-Energie-Werte eher leiden. Bei den Republikanern wäre es genau anders herum. Durch die Demokraten unter Druck geraten dürften zudem die Bereiche Pharma und Tabak. Als grosse Wahlkampfthemen erwarten wir die Bewertung des Krisenmanagements von Trump. Ebenso spielen die Wirtschaft und Gesundheits-

versorgung eine wichtige Rolle. Eine stärkere Konjunkturerholung würde Trump wahrscheinlich Rückenwind verleihen. Aber auch die Aktienmarktkurse spielen für die Wähler in den USA – im Gegensatz zu Deutschland – eine wichtige Rolle, da an ihnen die Altersvorsorge vieler Amerikaner hängt. Insgesamt ist aus jetziger Sicht ein sehr enges Rennen zu erwarten und neben der Wahl des Präsidenten sollte vor allem die Sitzverteilung des Senats im Fokus der Börsianer stehen.

### NEUTRALE AKTIENQUOTE MIT REGIONALEM SCHWERPUNKT AUF US-AKTIEN

Trotz der genannten Risiken bleiben wir weiterhin bei einer neutralen Aktienquote, da wir über die nächsten Monate eine volatile Seitwärtsbewegung des Marktes erwarten. Gerade im Vergleich zu Anleihen sind Aktien grundsätzlich noch immer attraktiv bewertet. Die Gewinnrendite von Aktien liegt spürbar über der Anleihenrendite. Ebenso unterstützend ist die enorme Liquidität, die



weltweit durch Notenbanken und Fiskalpolitik bereitgestellt wird. Auch eine bestenfalls neutrale Positionierung und ein vorsichtiges Sentiment (als Kontraindikator) sprechen für Aktien. Regional favorisieren wir für die kommenden Monate weiterhin den US-Aktienmarkt und dort v.a. das Large Cap-Segment. Im Vergleich zum Rest der Welt erwarten wir für das Bruttoinlandsprodukt in den USA einen geringeren Rückgang für 2020, insbesondere weil die US-Notenbank schnell und beherzt reagiert hat. Zudem haben US-Unternehmen bereits in der Vergangenheit bewiesen, dass sie in Krisen stärkere Resistenz zeigen und sich im Nachgang schneller erholen. Auch hat der US-Aktienmarkt einen strukturellen Vorteil: Dort dominieren v.a. diejenigen Sektoren, die in der Krise eher zu den Gewinnern zählen: Technologie, Gesundheit und der 2018 neu geschaffene Sektor Kommunikation, dem zum Beispiel Unternehmen wie Alphabet und Electronic Arts zuzuordnen sind.



Wir erwarten über die  
nächsten Monate eine  
volatile  
Seitwärtsbewegung  
des Marktes.



**RENÉ BOLHAR, CAIA**

Anleihenstrategie

## Anleihen

### POSITIVE ANZEICHEN WOHIN DAS AUGE REICHT?!

#### ES KOMMT DARAUFG AN...

Rekordhohe Neuemissionstätigkeit über die verschiedenen Währungsräume, erhöhte Nachfrage nach festverzinslichen Anlagen über die gesamte Laufzeitenstruktur und anhaltend sinkende Kreditrisikoprämien: das generelle Marktumfeld sah alles andere als schlecht aus über weite Teile des vergangenen Quartals. Moment mal! - sah die Lage zu Beginn des Quartals nicht noch deutlich anders aus?

Das war tatsächlich der Fall. Vor nicht allzu langer Zeit sahen sich die Kreditmärkte im Klammergriff aus schwindender Marktliquidität und massiv ansteigender Ausfall- und Risikoprämien, während die Marktteilnehmer sich mehr und mehr aus ihren Anlagen zurückzogen. Der Effekt der Covid-19-Pandemie liess wenig Positives für den Verlauf des Jahres erwarten. Selbst die ausserordentlichen Massnahmen von Seiten der Geld- und Fiskalseite zeigten nicht den erwarteten, unmittelbaren Effekt.

Doch offenbar benötigten die Märkte lediglich etwas mehr Zeit um die Schlagkraft der angekündigten oder bereits angewandten Instrumente in Gänze zu begreifen.

Die wesentlichen negativen Einflussfaktoren, die die Bewertungen in der jüngsten Vergangenheit sehr plötzlich und ausgesprochen stark beeinflusst hatten, bestehen nach wie vor. Obgleich intensive Anstrengungen in die Suche und Entwicklung eines wirksamen Heilmittels gesteckt werden, verzeichnen einige Teil des Erdballs immer noch steigende Fallzahlen. Aber auch solche Regionen, die erst kürzlich langsam und behutsam erste Lockerungen eingeführt haben, verzeichnen nun einen erneuten Anstieg der Infektionen. Ob dies auf eine höhere Testaktivität zurückzuführen ist, oder sich letztlich auch in höheren Opferzahlen widerspiegeln wird, ist noch unklar. Fest steht, dass die Zahl der Neuinfektionen in vielen wieder-eröffneten US-Staaten wieder merklich anspringen.



Für den Moment haben die eingeführten Begrenzungen und Einschränkungen lediglich Zeit erkaufte, um für eine mögliche zweite Welle Kapazitäten zu schaffen und an Impfstoffen zu forschen. Wann dieser aber gefunden wird, kann niemand mit Gewissheit sagen.

Das alles beschreibt allerdings lediglich die medizinische Dimension des Problems. Viele Anleger sind nach wie vor vorsichtig, ob eine Flut von Zentralbank- und sonstigen Hilfsmassnahmen ausreichend sein wird, den ökonomischen Schaden in den

Unternehmensbilanzen auszugleichen. Entgangener Konsum – ob in der Hotellerie- oder Reiseindustrie, Autoherstellern oder in andere in Leidenschaft gezogene Branchen – wird nur teilweise und auch nur im Zeitverlauf aufgeholt werden können. Bislang zeigen sich die Investoren eher zögerlich. Von einer direkten Erholung (V-Shape) kann für den Moment also eher nicht ausgegangen werden. Mit nach wie vor höheren Prämien im Pre-Covid-19-Vergleich scheint diese Skepsis somit auch in der Erholung der Kreditausfallprämien der meisten Subsektoren reflektiert.

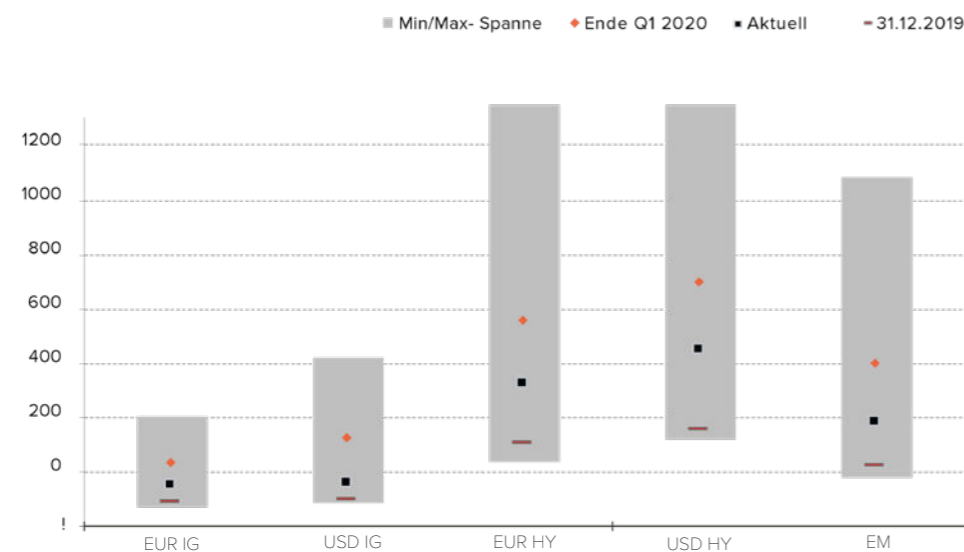


Abbildung 1: Risikoaufschläge von Investment Grade, Hochzins- und Schwellenländeranleihen in EUR und USD Betrachtungszeitraum 01.08.2007 bis 30.06.2020 Quelle: Bloomberg; Darstellung: Bergos Berenberg



Bei der Betrachtung der verschiedenen Währungsräume fallen aber auch Unterschiede ins Auge. Während die US Zentralbank aufgrund des generell höheren Zinsumfelds, neben weiteren, das Mittel der Zinssenkungen nutzen konnten, ergaben sich diese Möglichkeiten im Euro-Währungsbereich bereits nicht mehr. Mit einem bestehenden Zinssatz von -0.5% auf Depositen, sahen die europäischen Währungshüter hier für den Moment keine weiteren Spielräume. Während US Dollar Anlagen entsprechend

von einem positiven Renditebeitrag aus den vollzogenen Zinssenkungen profitierten, reflektiert sich die Entwicklung der Euro-Anlagen direkt über die Entwicklung der Kreditrisikoprämien. In Summe finden wir uns jenseits des Atlantiks fast wieder bei der gleichen erzielbaren Rendite wieder wie zu Beginn des Jahres, während auf Euro laufende Schulden nach wie vor höhere Einstiegsniveaus offerieren.

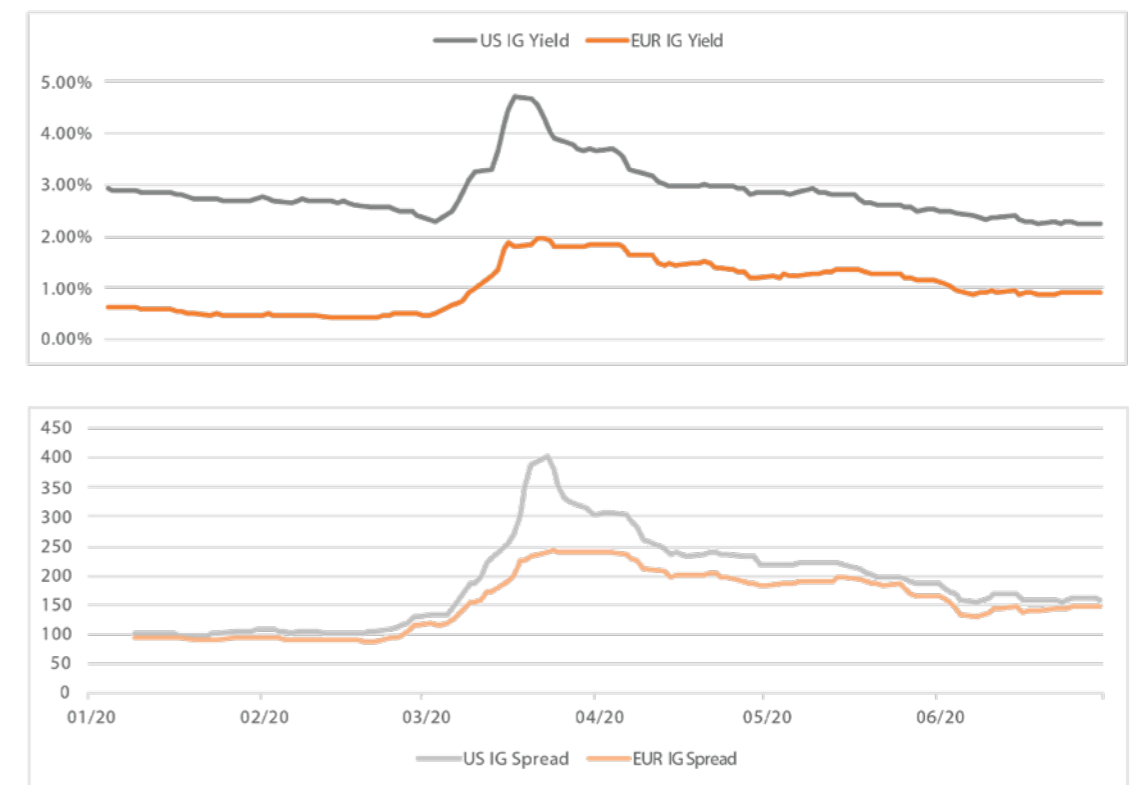


Abbildung 2: Entwicklung der Rendite auf Verfall und Kreditrisikoaufschläge auf Euro und US Dollar Investment Grade Anleihen Quelle: Bloomberg; Darstellung: Bergos Berenberg; 30.06.2020



**ABER WIE KOMMT ES, DASS  
DIE RISIKOMÄRKTE IHRE  
VERLUSTE FAST GÄNZLICH  
WIEDER AUFGEHOLT HABEN?**

„Die Aktienmärkte schauen durch die Krise hindurch“. Diesen Satz konnte man in der jüngsten Vergangenheit häufiger hören. Aktionäre befassen sich vorrangig mit den Wachstums- und Entwicklungsaussichten der Zielunternehmen. Der langfristige Anlagehorizont erlaubt entsprechend den Blick auf Potential in der Zukunft. Zudem sind Aktien-Investoren ein höheres Mass an Volatilität gewöhnt als dies im Jahr 2019 der Fall war und freuen sich nun über ein attraktiveres Einstiegsniveau nach dem Sturz im März.

Das Augenmerk aus Sicht des Bond-Investors hingegen liegt häufig auf beständigen und kalkulierbaren Einkommensströmen. Tiefgreifende Rückwirkungen auf die Geschäftstätigkeit, künftige Einkommensströme und damit auch die Fähigkeit eines Unternehmens, ausstehende Zahlungen zeitgerecht zu entrichten, haben unweigerlich einen Effekt auf die Kreditrisikoprämien und damit auch die Marktbewertung. Für längere Laufzeiten ist dieser Effekt ausgeprägter aufgrund der zunehmenden Unsicherheit bezüglich Prognosen.

**SOLLTEN UNS DIE  
NEGATIVEN PROJEKTIONEN  
ALSO BEUNRUHIGEN?**

Vieles wird von der weiteren Entwicklung rund um das Coronavirus abhängen. So lange diese Unsicherheit anhält, gehen wir nur von einer langsamen Rückkehr zu historisch niedrigen Risikoprämien aus.

Dies zeigt sich nicht zuletzt auch im jüngsten Rating-Trend, der seit der Globalen Finanzkrise in 2008/2009 nicht mehr so schlecht war. Die kombinierten Rating-Änderungen der drei grossen Agenturen – Moody's, Standard & Poor's und Fitch – zusammengefasst, zeigen eine Quote von nur einer Heraufstufung pro zehn Abstufungen im US Markt. Die Situation in Europa sieht mit einer Ratio von eins zu 14 noch dramatischer aus.



Abbildung 3: Verhältnis von Rating Heraufstufungen zu Herabstufungen (quartalsweise, S&P, Moody's und Fitch)  
Quelle: Bloomberg; Darstellung: Bergos Berenberg; 30.06.2020

North America Combined											
Ratio	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Q1	0.17	0.61	0.81	1.09	0.34	0.79	1.91	0.84	0.36	1.19	0.39
Q2	0.09	0.67	1.08	0.69	0.62	1.53	1.25	1.31	0.59	1.70	1.17
Q3		0.67	1.04	0.86	0.88	0.69	1.19	0.90	0.83	0.79	1.32
Q4		0.60	0.67	0.79	0.70	0.37	1.04	1.22	0.65	0.38	1.36
Total	0.12	0.64	0.88	0.84	0.57	0.84	1.31	1.08	0.55	0.84	0.87

Western Europe Combined											
Ratio	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Q1	0.08	1.05	1.81	1.42	0.33	3.75	1.39	0.24	0.10	0.28	0.19
Q2	0.06	1.13	2.05	0.92	0.81	0.75	1.96	0.51	0.14	0.68	0.29
Q3		0.27	1.30	0.91	1.17	1.34	1.19	0.32	0.32	0.27	0.57
Q4		0.65	0.81	1.23	0.99	0.75	0.44	0.71	0.33	1.03	0.42
Total	0.07	0.53	1.30	1.08	0.77	1.54	1.10	0.41	0.17	0.68	0.33

**ALSO BESTEHT GRUND ZUR  
BESORGNIS?**

Auch wenn die weitere Entwicklung um Covid-19 und dessen langfristige Auswirkungen auf die Firmenbilanzen unklar ist, lassen sich erste Zeichen einer Verbesserung ausmachen. Die eingeführten Massnahmen waren ausreichend, die Funktion des Marktes und auch das Investoren-Sentiment zu verbessern. Dies zeigt sich letztlich in der Gegenbewegung der Bewertungen hin zu höheren Preisen.

Die bestehenden Massnahmen der Zentralbanken sind bei Weitem noch nicht ausgeschöpft. Insbesondere die Aufstockung der Ankaufsprogramme bietet auf absehbare Zeit noch genügend Potenz. Dennoch bedarf es weiterer positiver Impulse um die Kreditrisikoprämien nachhaltig abzusenken. Der zu erwartende Einfluss auf Produktions- und Lieferketten als Folge der Pandemie wird unweigerlich Gewinner und Verlierer mit sich bringen. Eine tiefgreifende Analyse, Bewertung und Diversifikation werden mittelfristig mehr über Gewinn und Verlust



entscheiden. Während die Flut an Zentralbankgeldern in der Vergangenheit alle sprichwörtlichen Boote hob, wird ein nunmehr besonderer Fokus der Selektion zu Teil.

Zumindest von Seiten der Zinssensitivität sehen wir vorerst kaum Ungemach. Es gibt Grund zur Annahme (und dies wird auch von offizieller Seite bestätigt), dass die aktuellen Massnahmen vorerst notwendig bleiben. Ein Entzug der Hilfen und Liquidität ist somit unwahrscheinlich.

## **ATTRAKTIVE**

## **OPPURTUNITÄTEN FÜR ANLEIHE-INVESTOREN?**

Das ist tatsächlich so. Aktuell sind wir zurückhaltend was Investitionen in das Hochzinssegment anbelangt. Niedrige Ratings sind unter anderem auf eine schwächere finanzielle Situation der Unternehmen oder auch eine erhöhte Sensitivität der Geschäftstätigkeit zurückzuführen. Zeiten wie die jetzigen, mit geringeren Umsätzen oder stark ansteigenden Ausgaben, können einen

erheblichen Einfluss auf die Überlebensfähigkeit einer Unternehmung darstellen. Unsere Positionierung bleibt untergewichtet bis uns ein umfassenderes und belastbares Bild der künftigen Entwicklungen möglich ist.

Im Bereich der sog. Investment Grade-Anleihen mit höherer Ratingqualität sehen wir immer noch Opportunitäten. Aufgrund des noch einmal deutlich niedrigeren Zinsniveaus im Euroraum verbleiben wir auf einer neutralen Positionierung. Die nach wie vor erhöhten Niveaus der Risikoaufschläge sehen wir aber als opportunistische Anlagechance. Unser Votum für Nicht-Finanzanleihen in US Dollar belassen wir bei einem leichten Übergewicht. Auch hier erwarten wir eine weitere Einengung der Risikoaufschläge. Anders als im europäischen Währungsraum ist der Markt aber weniger stark auf Exporttätigkeit angewiesen. Dies gibt Unterstützung in Zeiten steigenden Markt-Stresses.

Wir bleiben übergewichtet in Schwellenländer denominated in Lokal- wie auch Hartwährung. Zwar wurde der Höhepunkt der Pandemie vielen Teilen des EM-Segments gerade erst überschritten, wie bspw. in Brasilien und Mexiko. Der von uns aktuell präferierte asiatische Raum scheint



die erste Welle aber erfolgreich hinter sich gelassen zu haben und hat bereits nahezu zu alten Produktions- und Wirtschaftsniveaus zurückgefunden. Auch besteht ein anhaltend attraktiver Aufschlag gegenüber den Industrieländern mit Blick auf die laufende Verzinsung. Wir bleiben vorsichtig optimistisch.



**SOUMAILA TÉKÉTÉ, CAIA, CIIA**  
Strategie Alternative Investments

## Rohstoffe

### GOLD WEITERHIN GUT UNTERSTÜTZT

Gold hat seine Stärken in der jüngsten Krise abermals unter Beweis gestellt. Dies erwies sich insbesondere im Portfolio Kontext als besonders wertvoll, da nahezu alle anderen Anlageklassen im Abwärtssog der Corona-Krise unter heftigen Verlusten zu leiden hatten.

Ausgehend von den derzeit extrem niedrigen Renditen und dem Versuch der Zentralbanken und Politikern weltweit, zur Bekämpfung der virusbedingten Rezession die Wirtschaft anzukurbeln, erwarten wir, dass die relative Attraktivität von Gold im Vergleich zu renditestärkeren Anlageklassen kurzfristig leicht

nachlassen kann. Die vergleichsweise überhöhten Positionen spekulativer Anleger zusammen mit der Tatsache, dass der Goldpreis gegenwärtig weniger von der Schmuckbranche oder Zentralbanken, sondern vor allem von Anleger-Nachfrage bestimmt wird sowie bevorstehende technische Widerstände bei den Preisen, die eine psychologische Hürde auf dem Weg zu potenziellen neuen Rekordhochs darstellen könnten, veranlassen uns zu der Einschätzung, dass der Goldpreis auf kurze Sicht stärker schwanken und die Wahrscheinlichkeit kurzfristiger Korrekturen steigen wird.

Wir bleiben jedoch bei unserer klaren Überzeugung, dass der Goldpreis mittelfristig weiter steigen sollte, denn neben seinen Eigenschaften als „Sicherer Hafen“ in Krisenzeiten ist Gold auch von einer Reihe wichtiger

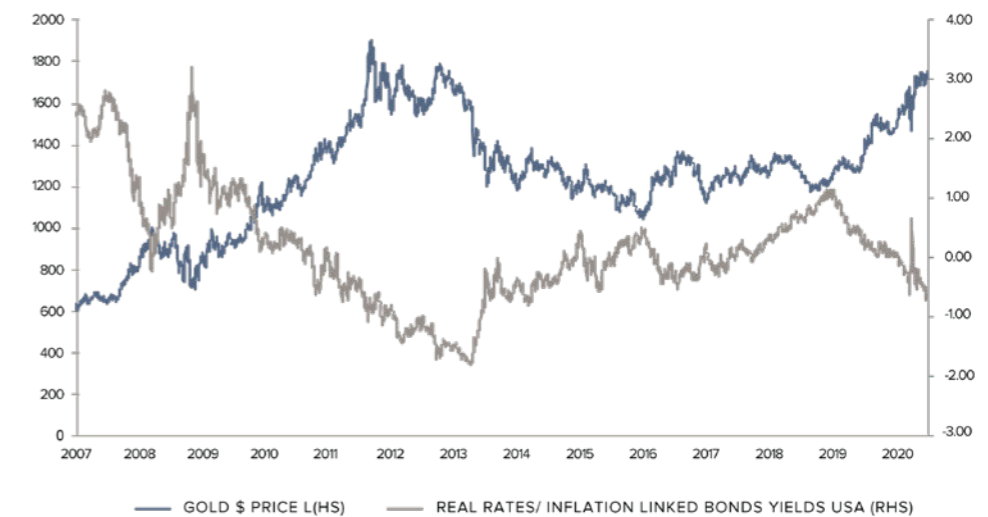


Abbildung 1: Gold Preis ggü. Realzinsen  
Quelle: Bloomberg; Darstellung: Bergos Berenberg



fundamentaler Treiber unterstützt. Der bisherige Haupttreiber in Form sinkender Opportunitätskosten und Realzinsen dürfte daher nach und nach durch neue Treiber und Impulsgeber abgelöst werden. Hierzu zählen beispielsweise die Zunahme der Geldmenge im Zuge der Geld- und fiskalpolitischen Stimuli, die potenzielle Währungsabwertung und schliesslich die erhöhte Wahrscheinlichkeit für einen Inflationsanstieg, wenn die Wirtschaft wieder in Schwung kommt.

Wir erwarten daher auch in der zweiten Jahreshälfte eine positive Wertentwicklung, wenngleich wir davon ausgehen, dass die Schwankungsanfälligkeit in dieser Übergangsphase ansteigen dürfte.

Märkte mit Kursverlusten, auf die sich zunehmend verschlechternde Lage reagierte. Im März kam es dann nach dem überraschenden Scheitern der OPEC+ Gespräche zu einem ersten heftigen Preisrutsch, wie man ihn zuletzt zu Zeiten des Golfkriegs gesehen hatte. Doch damit nicht genug, denn im April kam es dann zu einem weiteren historischen Preisrutsch, der die Notierungen für US Rohöl der Sorte WTI kurzfristig sogar auf bisher nie da gewesene negativen Preisniveaus trieb. Und so stand am Tag des Future Verfalls am 20. April der Ölpreis zum Börsenschluss bei der historischen Marke von -37.6 USD. Schuld daran war ein massiver, durch das Coronavirus bedingter Lock-down und Nachfrageeinbruch. Dieser führte die Lagerkapazitäten insbesondere für Schieferöl in den USA in die Nähe ihrer absoluten Kapazitätsgrenze und drängte einige wenige, verzweifelte Marktteilnehmer dazu, Geld zu zahlen, um die Future-Kontrakte loszuwerden, da mit dem Verfall auch eine physische Öllieferung verbunden ist, die es um jeden Preis zu vermeiden galt. Wenngleich dieser totale Kollaps nur von kurzer Dauer war und auch nur einen kleinen Teil des Future-Marktes betraf, so steht er doch stellvertretend für den breiten Preisverfall an den Energiemärkten, das massive physische Überangebot am Markt und den abrupten Einbruch auf der Nachfrageseite.

## ÖLMÄRKTE – DIE ERHOLUNG NACH DEM SCHOCK BLEIBT ANFÄLLIG

Der Energie & Ölmärkte standen in der ersten Jahreshälfte 2020 mehrfach ganz besonders im Fokus der Marktteilnehmer und erwiesen sich in Retrospektive als gute Gradmesser für den bisherigen Verlauf der Corona-Krise, da der Ölpreis bereits im Januar, und somit deutlich früher als die anderen



Seither hat sich der Ölpreis wieder gefangen und notiert zum Halbjahr wieder bei 40USD. Russland und die OPEC konnten sich letztlich unter dem enormen Druck des Marktes doch noch zu einer Einigung bei den Förderkürzungen durchringen und mit fortschreitender Lockerung des Lock-Downs deutet sich auch die schrittweise Rückkehr der Ölnachfrage wieder an. Insbesondere der Ausblick für das Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage erscheint somit wieder in einem deutlich freundlicheren Licht, zumal sich auch in den USA die nachlassenden Bohraktivitäten allmählich in geringere Fördermengen übersetzen werden. Die Öl-Märkte befinden sich somit erwartungsge-

mäss wieder auf der Suche nach dem neuen Gleichgewichtspreis und wir sehen weiterhin ein gewisses Kurspotential für den Ölpreis. Die nach wie vor angespannte Situation bei den Lagerbeständen bietet jedoch kaum Spielraum um mögliche weitere Schocks abzufedern. Der Markt dürfte daher weiterhin sehr schwankungsanfällig bleiben und insbesondere vom weiteren Verlauf der Corona-Pandemie abhängen.

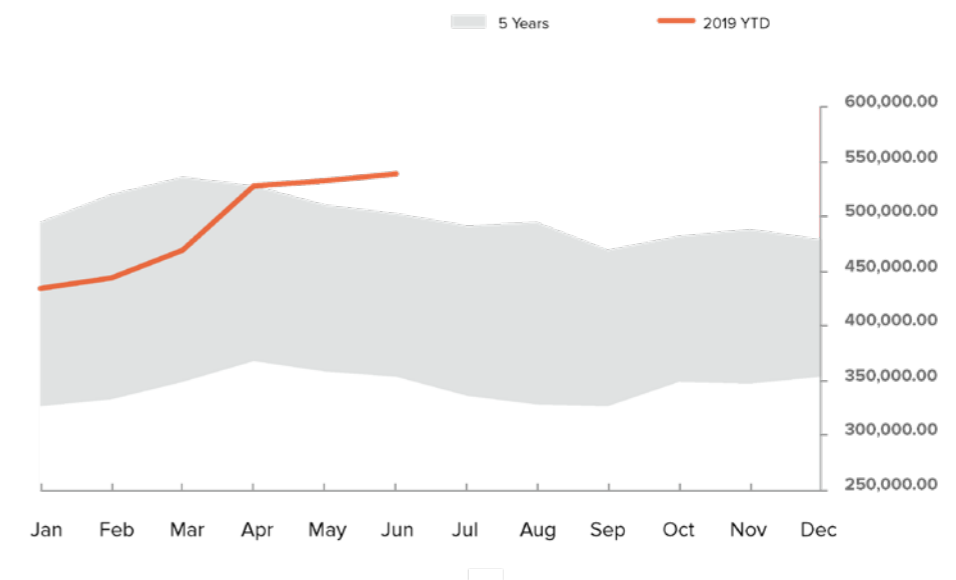


Abbildung 2: Aktuelle US Rohöl Lagerbestand im Vergleich zur Bandbreite der letzten 5 Jahre, US Department of Energy  
Quelle: Bloomberg; Darstellung: Bergos Berenberg



## DER EURO KÖNNTE GESTÄRKT AUS DER CORONA-KRISE HERVORGEHEN

### DEVISENMARKTUMFELD

Die vergangenen Wochen standen im Zeichen des Euro. Die Angst vor einer neuen Eurokrise ist geschwunden. Einen entscheidenden Impuls gab der Plan der EU-Kommission, einen 750 Milliarden Euro schweren „Wiederaufbaufonds“ aufzulegen. Dieser Fonds ist ein starkes Signal, dass Europa die Corona-Krise solidarisch überwinden wird. Gleichwohl wird noch über verschiedene Aspekte des Plans verhandelt und alle Mitgliedsstaaten müssen dem „Wiederaufbaufonds“ noch zustimmen. Zuvor stand der Euro am Devisenmarkt noch deutlich unter Druck. Seit aber die Idee für den „Wiederaufbaufonds“ vorliegt, haben sich die Risikoaufschläge auf italienische Staatsanleihen zurückgebildet. Zudem haben die gewaltigen Konjunkturprogramme und die massive geldpolitische Unterstützung durch die EZB das

Vertrauen der Finanzmarktakteure in die Gemeinschaftswährung gestärkt, sodass sich der Euro erholen konnte. Da sich auch konjunkturell Licht am Horizont abzeichnet, haben die „Safe haven“-Währungen zumindest etwas an Attraktivität verloren. Die europäische Gemeinschaftswährung hat deshalb nicht nur gegenüber dem US-Dollar und dem Britischen Pfund zugelegt, auch gegenüber dem Yen und dem Schweizer Franken ging es zunächst kräftig bergauf. Einen Teil der vorausgegangenen Gewinne musste der Euro inzwischen wieder abgeben. Wir sehen dennoch gute Chancen, dass die höhere Euro-Bewertung nicht nur eine Momentaufnahme bleibt.



**Dr. JÖRN QUITZAU**  
Währungsstrategie, Berenberg

## Währungen



## EUR / USD :

### EURO FINDET WEG AUS DEM KRISENMODUS

Die USA sahen sich in den vergangenen Wochen mit mehreren Herausforderungen konfrontiert: Der konjunkturelle Einbruch hat weitaus stärker auf den Arbeitsmarkt durchgeschlagen als in Europa, wo die Krise mit überwiegend gut ausgebauten Sozialstaaten und dem Kurzarbeitergeld wesentlich besser abfedert wird. Zudem belasten in den USA weiter steigende Infektionszahlen, während sich die Situation in Europa stabilisiert hat. Hinzu kamen die innenpolitischen Spannungen mit offenen Unruhen auf den amerikanischen Strassen sowie das Wiederaufkeimen des Handelskonflikts mit China. Schliesslich hatten Zuflüsse aus den Schwellenländern den Dollarkurs gestärkt. Dieser Effekt dürfte nun abflauen.

Der Euro konnte in diesem Umfeld

in der Spitze bis auf 1.14 US-Dollar je Euro steigen, nachdem der Wechselkurs Mitte Mai noch bei 1,08 gelegen hatte. Nach einigen überraschend positiven Konjunkturdaten aus den USA konnte der Dollar wieder etwas Boden gut machen. Der Preis für den weniger starken Konjunkturerinbruch ist ein gewaltiges US-Haushaltsdefizit von voraussichtlich 17 % des BIP (Eurozone: -11.5 %), mit dem u.a. die recht dynamische Erholung des privaten Konsums finanziert wird.

Insgesamt spricht viel dafür, dass das aktuelle Niveau von rund 1.12 US-Dollar je Euro im weiteren Jahresverlauf gehalten und noch etwas ausgebaut werden kann. Zum Jahresende 2020 erwarten wir den Wechselkurs bei 1.15 US-Dollar je Euro.



Abbildung 1: Euro / US-Dollar  
Quelle: Bloomberg; Darstellung: Bergos Berenberg



## EUR / GBP :

### VORTEIL EURO

Der Euro hat sich gegenüber der britischen Währung bei rund 0.90 Pfund je Euro eingependelt. Ein Grund ist die oben beschriebene verbesserte Verfassung der Gemeinschaftswährung. Der Kursanstieg ist aber nicht nur eine Euro-Stärke, sondern auch eine Schwäche des Pfundes, weil die politischen und wirtschaftlichen Risiken in Grossbritannien hoch sind. Die Gefahr, dass es bis Jahresende kein Anschlussabkommen zwischen der EU und Grossbritannien gibt und dass es deshalb zum harten Brexit kommt, ist nicht aus der Welt und muss weiter beobachtet werden. Auch der scharfe Konjunkturerinbruch und die etwas schwächere Erholung im kommenden

Jahr dürften das Pfund vorerst weiter belasten. Wir erwarten sowohl für die Eurozone als auch für Grossbritannien im laufenden Jahr einen Einbruch des Bruttoinlandsproduktes von 9.0 %. Die Erholung im kommenden Jahr dürfte in der Eurozone mit rund 7 % dynamischer ausfallen als in Grossbritannien mit 5.0 %. Wir sehen deshalb nur geringe Chancen für das Britische Pfund, im laufenden Jahr nennenswert stärker zu werden. Zum Jahresende erwarten wir den Wechselkurs bei 0.91 und damit ungefähr auf dem aktuellen Niveau.



Abbildung 2: Euro / GBP  
Quelle: Bloomberg; Darstellung : Bergos Berenberg



EUR / CHF :

## BRINGT DAS KONJUNKTUR-COMEBACK ENTSPANNUNG?

Die Schweizer Währung hat sich ein Stückchen von ihrem Höchststand bei 1.05 Franken je Euro abgesetzt. Die in Europa verbesserte Situation hinsichtlich der Corona-Infektionswelle hat zu einer leicht rückläufigen Attraktivität der sicheren Anlagehafen wie dem Schweizer Franken geführt. Zudem hat der Euro wie oben beschrieben Vertrauen zurückgewonnen. Deshalb stieg die Gemeinschaftswährung im Mai recht zügig bis auf knapp 1.09 Franken je Euro. Die Gegenbewegung führte zurück bis unter die Marke von 1.07. Dennoch behauptet sich der Euro auf erhohetem Niveau.

An dem grundlegenden Bild ändert das alles jedoch wenig: Die Schweiz bleibt auch dann noch als sicherer Anlagehafen sehr gefragt, wenn sich die internationale Nachrichtenlage etwas verbessert. Zumindest helfen aber bessere Nachrichten aus Politik, Wirtschaft und von der Corona-Lage der Schweizerischen Nationalbank (SNB), die sich immer wieder – zusätzlich zu ihrer ohnehin schon sehr expansiven Geldpolitik – mit Devisenkaufen gegen die Franken-Stärke stemmen muss. Wir sehen bis Jahresende für den Euro ein Kurspotential bis etwa 1.10. Damit wäre der Franken jedoch immer noch sehr teuer.



Abbildung 3: Euro / CHF  
Quelle: Bloomberg; Darstellung: Bergos Berenberg



Regierungen und EZB  
zerstreuen Ängste vor  
einer neuen Eurokrise.

TOPIC

*beyond*  
Capital Markets

---



**VANESSA SKOURA**

Head of Bergos Berenberg Geneva

## Family Office

Das Jahr 2020 liegt zur Hälfte hinter uns und noch immer würde ich gerne denken: „Neues Jahr, neue Herausforderungen“, aber sicherlich auch neue Möglichkeiten!

In diesem Jahr war unsere Welt gezwungen, eine sehr bedrückende Realität zu akzeptieren. Wir mussten lernen, damit umzugehen. In manchen Regionen sogar schon im Januar. Wir haben eine Zeit grosser Unsicherheit und den Verlust von Menschenleben und Lebensqualität hinnehmen müssen. Auch wenn in den meisten Bereichen inzwischen wieder ein Gefühl von Stabilität und Hoffnung einkehrt, müssen wir das doch alles noch verarbeiten und uns an „eine neue Normalität“ gewöhnen.

Unsere politisch Verantwortlichen tun ihr Bestes, um das Virus zu kontrollieren und die Auswirkungen auf die Bevölkerung und unsere Gesellschaft abzumildern. Im Privaten versuchen wir, unsere Liebsten und alle, die auf uns angewiesen sind, so weit wie möglich zu schützen. Wie uns das am besten gelingt, zählte in den letzten Monaten sicherlich zu den dringlichsten Themen in den Gesprächen mit unseren Kunden.

Bei Bergos Berenberg wissen wir das Gespräch mit unseren Kunden immer sehr zu schätzen. Ihre wertvolle Zeit und ihr Vertrauen zu gewinnen ist das Herzstück unserer Geschäftsbezie-

hung. So vertiefen wir unser Verständnis dafür, was für unsere Kunden – also für Sie persönlich – wirklich wichtig ist. Wir erhalten wertvolle Einblicke, um Sie optimal unterstützen zu können, unter anderem durch eine einschlägige und fundierte Beratung für Ihre Entscheidungsprozesse.

Die meisten von uns haben bereits einige Krisen an der Seite unserer Kunden durchgestanden. Von daher überraschen uns die Parallelen nicht, wenn wir gefragt werden: Was bedeutet all dies für Familien und Familienunternehmen?

Natürlich könnte man jetzt nur die einfachen Fragen stellen, die viel zu oft von Gier oder Furcht getrieben sind:

Ist der Zeitpunkt günstig, um Liquidität für zusätzliche Engagements einzusetzen und so von niedrigen Kursen zu profitieren?

Welche defensiven Positionen sind in dieser Krise empfehlenswert, die zugleich mein Portfolio schützen?



Doch in der Regel sind die Fragen unserer Kunden deutlich nuancierter:

Ist die Eigenkapitalquote meiner Bank stark genug?

Ist unser liquides Vermögen nach Verwalten und Anlagepositionen ausreichend breit diversifiziert?

Sind unsere Investment Manager die besten, um diese Aufgabe zu lösen?

Insbesondere in der aktuellen Krise zieht die Angst um den Fortbestand des Unternehmens viele grundlegende Fragen nach sich:

Welches Familienmitglied ist ausreichend qualifiziert und bereit, das Geschäft weiterzuführen?

Wer garantiert uns, dass unser Erbe bewahrt bleibt? „Wird die Familie das, was wir aufgebaut haben, wertschätzen?“

Wer ist in der Lage, das Vermögen und die nächste Generation zu schützen?

Wie schaffen wir das und wer kann uns in diesem Prozess verantwortungsvoll begleiten?

Unsere Kunden wissen mit den Herausforderungen und Chancen ihres Vermögens umzugehen. In unserer Funktion als kompetente Berater werden wir bei vielen Fragen rund um Bilanz, Recht und Steuern, Risikomanagement und Anlageberatung sowie Family Services hinzugezogen.

Vor etwa einem Jahr haben wir ein Joint-Venture gegründet, um unseren Kunden massgeschneiderte und wichtige Services über die Bergos Fleming AG anzubieten, unser eigenständiges Unternehmen für Multi-Family-Office-Dienstleistungen, das wohlhabenden Privatpersonen und Familien langfristige Beratung bietet.

Nach unserer Erfahrung profitieren vermögende Privatpersonen und Familien mit komplexen und diversifizierten Assets oftmals sehr von einem kompetenten und vertrauenswürdigen Partner, der sie mit hoher Expertise bei der Verwaltung und Strukturierung ihrer Investments und Familienangelegenheiten unterstützt.

Was genau macht also Bergos Fleming?

Wir sind auf die Betreuung aller Aspekte Ihrer einfachen und komplexen Assets (liquide und illiquide Anlagen) spezialisiert. Mit unseren Services bedienen wir Kunden in Europa sowie im Mittleren und Fernen Osten.



Was haben wir dabei von unseren Kunden gelernt? Dass sie grössten Wert auf die passgenaue Strukturierung ihrer Vermögenswerte für künftige Generationen legen – daher ist genau das unser Fokus. Ebenso wichtig ist es, grösstmögliche Transparenz als fundierte Basis für wichtige Investitionsentscheidungen zu schaffen. Und das gelingt uns durch folgende Schritte:

#### Family Services

Familienführung  
(Governance)

Krisendokumentation

Nachfolgeplanung

Rechtliche Vermögensstrukturierung

Es wird oft behauptet, dass erfolgreiche Familien oder Familienunternehmen über die finanzielle Vermögenskomponente hinausblicken und sich ebenso der Bedeutung des menschlichen, intellektuellen, spirituellen, sozialen und zeitbezogenen Kapitals bewusst sind. Dadurch erweitert sich die Sicht auf „Soll und Haben der Familienbilanz“, in der die Familienmitglieder letztlich das wichtigste Asset verkörpern.

Gerade in den letzten Monaten hat sich der Fokus auf das Thema Nach-

folgeplanung weiter verstärkt: Wurde bereits eine Regelung getroffen? Und wie vermitteln wir der nächsten Generation ein differenziertes Verständnis für Vermögensverwaltung, die Pflege von persönlichen und geschäftlichen Beziehungen sowie die Kommunikation innerhalb der Familie?

Es handelt sich hier um einen sensiblen Bereich des Austausches zwischen den Familienmitgliedern mit ihren Beratern. Doch dieser Austausch ist notwendig, um die nächsten Schritte im Nachfolgemangement sowie die Stabübergabe an die Folgegeneration zu flankieren. Familien benötigen häufig einen Raum, um Meinungen zu äussern, gemeinsam zu entscheiden, aus Fehlern zu lernen und das Miteinander zu pflegen. Einen Raum, in dem Investitionsprozesse mit einheitlichen Zielsetzungen und unternehmerischem Denken vermittelt und gefördert werden.

Möglicherweise sind auch Sicherheitsthemen für Sie und Ihre Familie wichtig, ebenso administrative Aufgaben oder die Strukturierung Ihres Vermögens zur finanziellen Absicherung sowie die regelmässige Überprüfung bestehender Strukturen, um ihre Relevanz und Gültigkeit sicherzustellen.



## Reporting & Controlling

Konsolidierung

Vermögenscontrolling

Performancemessung

Dieses Modul umfasst eine professionelle Leistungsanalyse der für Sie zuständigen Asset Manager und setzt das Ergebnis in Beziehung zu den jeweiligen Risiken. Auf konsolidierter Ebene prüfen wir, ob die Gesamtstruktur des Portfolios mit der definierten Anlagestrategie übereinstimmt. Wir überwachen die Portfoliostruktur im Hinblick auf Konsolidierungen und das Zusammenspiel von verschiedenen Anlageklassen. Anschliessend fassen wir die gewonnenen Erkenntnisse in einem ausführlichen Bericht zusammen, der Ihnen als solide Basis für künftige Investitionsentscheidungen dient.

Neben diesem transparenten Reporting-Service gleichen wir in vereinbarten Zeitabständen alle wichtigen Indikatoren ab, die ein professionelles Risikomanagement ermöglichen.

## Strategische Anlageberatung

Strategische Asset-Allokation

Strukturierung

Bewertung

Investmentprozess

In diesem Bereich unterstützen wir Sie bei der kurz- und langfristigen Bedarfsplanung. Wir erkennen wichtige Überschneidungen und zentrale Risiken in ihrer aktuellen Positionierung. Und wir besprechen neue Möglichkeiten, die sich für Sie auf tun.

Auf der Basis langfristiger Vereinbarungen mit unseren Kunden koordiniert und steuert das Team die Umsetzung einer Vielzahl von kompletten Asset-Strategien.

Wenn Sie mir noch ein paar Sätze gestatten, möchte ich eine persönliche Anmerkung machen. Ich habe mich in meiner 26-jährigen Karriere der Vermögensverwaltung und der Beratung von Einzelpersonen und ihren Familien in allen damit zusammenhängenden Fragen gewidmet.

Die beispiellosen Umstände der letzten Monate haben meine Überzeugung vertieft, dass das „Gleichgewicht“ der Wirtschaft und der Finanzmärkte keineswegs gesichert ist, selbst wenn anspruchsvolle Zentralbanken und Beamte ihr beeindruckendes Instrumentarium einsetzen.



Daher muss ich davon ausgehen, dass „Bad Tail“-Risiken auftreten können, die das Familienvermögen gefährden, und um bestens vorbereitet zu sein, wende ich eine dreigleisige Strategie an: (1) dynamische und flexible Vermögensallokation, um Gelegenheiten für überschaubare Abwärtsrisiken zu nutzen, (2) rigorose Überprüfung der Familienstrukturen, um sie zu aktualisieren und an die notwendigen rechtlichen, steuerlichen und freiheitsentziehenden Entwicklungen anzupassen, und (3) leidenschaftliche Interaktion mit wichtigen Familienmitgliedern, um die Entscheidungsfindung zu optimieren.



## Disclaimer

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen, noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und ersetzen keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung.

Die Bergos Berenberg AG (nachfolgend «Bergos Berenberg») behält sich das Recht vor, das Angebot an Dienstleistungen und Produkten sowie die Preise jederzeit ohne vorherige Mitteilung zu ändern. Bergos Berenberg übernimmt keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Für den Eintritt der in der Publikation enthaltenen Prognosen oder sonstige Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse schliesst Bergos Berenberg jegliche Haftung aus.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der Richtlinie zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Die genannten Anlagevorschläge und Anlageideen wurden nicht auf Ihre persönlichen Umstände abgestimmt. Anlageentscheidungen sollten immer im Zusammenhang mit einem Portfolio getroffen werden und Ihre persönliche Situation sowie die daraus erwachsende Risikobereitschaft und Risikotoleranz berücksichtigen. Da Anlagevorschläge und Anlageideen unterschiedliche Risikomerkmale aufweisen können, bitten wir Sie, die konkreten Produktinformationen und die Broschüre «Besondere

Risiken im Effektenhandel» zu lesen und Ihren Kundenberater zu konsultieren, wenn Sie Fragen haben.

Es ist möglich, dass Bergos Berenberg selbst oder ihre Verwaltungsräte beziehungsweise Mitarbeiter in der Vergangenheit in Anlageinstrumente investierten, gegenwärtig investieren oder zukünftig investieren werden, über welche dieses Dokument Informationen oder Meinungen enthält. Es ist zudem möglich, dass Bergos Berenberg für die Emittenten solcher Anlageinstrumente in der Vergangenheit Dienstleistungen erbrachte, erbringt oder in der Zukunft erbringen wird. Es kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass Mitarbeiter oder Verwaltungsräte der Bergos Berenberg für die Emittenten solcher Anlageinstrumente beispielsweise als Verwaltungsräte tätig waren, tätig sind oder tätig sein werden. Bergos Berenberg selbst oder ihre Verwaltungsräte beziehungsweise Mitarbeiter könnten deshalb ein Interesse an der zukünftigen Kursentwicklung von Anlageinstrumenten haben.

Die Informationen dienen ausschliesslich der Nutzung durch den Empfänger und dürfen nicht an Dritte weitergeleitet werden. Ohne schriftliche Zustimmung von Bergos Berenberg dürfen die vorliegenden Informationen weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

Copyright Bergos Berenberg AG  
Alle Rechte vorbehalten  
Stand: Juli 2020

## Herausgeber

Maximilian Hefe, CFA  
Leiter Vermögensverwaltung

## Autoren

René Bolhar, CAIA | Anleihenstrategie  
Till Christian Budelmann | Aktienstrategie, Leiter Kapitalmarktstrategie  
Maximilian Hefe, CFA | Leiter Vermögensverwaltung  
Dr. Jörn Quitzau | Währungsstrategie  
Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt  
Vanessa Skoura | Head of Bergos Berenberg Geneva  
Soumaila Tékété, CAIA, CIIA | Strategie Alternative Investments



**BERGOS  
BERENBERG**

Bergos Berenberg AG

HAUPTSITZ  
Kreuzstrasse 5  
8008 Zürich · Schweiz

Telefon +41 44 284 20 20  
Telefax +41 44 284 20 22

NIEDERLASSUNG  
29, Quai du Mont-Blanc  
1201 Genf · Schweiz

Telefon +41 22 308 59 00  
Telefax +41 22 308 59 20

[www.bergos-berenberg.ch](http://www.bergos-berenberg.ch)  
[info@bergos-berenberg.ch](mailto:info@bergos-berenberg.ch)