



# HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

## WENIGER WACHSTUM

Anhaltende politische Risiken belasten zunehmend die Wirtschaft und die Märkte, doch bleibt eine Rezession in 2019 unwahrscheinlich.

## LIQUIDITÄTSENTZUG

Die quantitative Drosselung der Zentralbanken nimmt Fahrt auf. Die Ertragsaussichten bleiben mittelfristig begrenzt und die Volatilität erhöht.

## ERHOLUNGSPOTENZIAL

Aktien sind attraktiv bewertet und haben eine deutliche Wachstumsabschwächung bereits eingepreist – Anlagealternativen fehlen weiterhin.

Q1 | 2019



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

## VORWORT



*Dr. Bernd Meyer*  
*Chefstrategie Wealth and Asset Management*

Liebe Leserinnen, liebe Leser,  
2018 war ein anspruchsvolles Jahr an den Kapitalmärkten, das wohl schwierigste seit 2008. Die Wirtschafts- und Kapitalmarktentwicklungen verliefen zunächst weitgehend wie erwartet. Dann gewannen jedoch (handels-)politische Risiken die Oberhand und ebten entgegen unserer Erwartung bis Jahresende nicht ab. Es kam zu Belastungen des Wachstums, die Rezessionsbefürchtungen nährten. Der starke Abverkauf insbesondere zyklischer Aktien und rückläufige Inflationserwartungen spiegeln die Skepsis der Marktteilnehmer wider. Zudem änderte sich die Politik der westlichen Zentralbanken. Den Märkten wird nun Liquidität entzogen – eine Politik der quantitativen Drosselung. Das Ende der allgemeinen Vermögenspreisinflation wird immer offensichtlicher: Zinsen, Risikoaufschläge und Volatilität steigen – Aktienbewertungen fallen. Kaum eine Region oder eine Anlageklasse konnte in lokaler Währung im Jahr 2018 hinzugewinnen.

Sind die Rezessionsbefürchtungen gerechtfertigt, rutscht die globale Wirtschaft in 2019 in eine Rezession ab? Oder signalisieren die schwächelnden Frühindikatoren wie in 2012 und 2016 lediglich eine temporäre Abschwächung in einem intakten Aufschwung? Wir halten eine unmittelbar bevorstehende Rezession für wenig wahrscheinlich. Die Inflation bleibt moderat, während bei Konsum, Investition und Kreditwachstum kaum Exzesse zu erkennen sind. Zudem ist die Zinspolitik global bei weitem nicht restriktiv. Unser anerkannter Volkswirt Holger Schmieding erwartet im ersten Halbjahr 2019 eine Stabilisierung des Wachstums auf einem niedrigeren Niveau. Damit besteht für die Aktienmärkte Erholungspotenzial.

Grundsätzlich dürfte das Marktumfeld aber auch in 2019 herausfordernd bleiben. Das Wirtschaftswachstum ist niedriger, der Margendruck nimmt zu, Unternehmensgewinne dürften nur im mittleren einstelligen Prozentbereich wachsen und die politischen Unsicherheiten bleiben vielfältig. Die Brexit-Frage ist weiter ungeklärt und auch beim Handelsstreit zwischen den USA und

China ist ein Ende nicht in Sicht. Zudem lastet die quantitative Drosselung noch stärker auf allen Anlageklassen – unsere Renditeerwartungen sind begrenzt. Es gibt jedoch auch positives Überraschungspotenzial – neben der Auflösung politischer Unsicherheiten liegt dieses in der Geldpolitik, z. B. einer frühen Pause der US-Zentralbank bei den Leitzinserhöhungen, und in einer expansiven Fiskalpolitik auch außerhalb der USA.

Nach der starken Korrektur bleiben Aktien bevorzugt. Der US-Dollar sollte an Stärke einbüßen, was Schwellenländern und Rohstoffen Rückenwind geben dürfte, sobald die Rezessionsbefürchtungen abebben. Unternehmensanleihen dürften am stärksten unter der quantitativen Drosselung leiden.

Wir wünschen Ihnen alles Gute für das Jahr 2019.

### INHALT

<b>Multi-Asset-Strategie</b>	Seite 3
2019: Herausforderungen bieten Chancen	
<b>Volkswirtschaft</b>	Seite 6
Konjunktur: erst der Winter, dann der Frühling	
<b>Aktien</b>	Seite 8
Aktien sollten in schwierigerem Umfeld steigen	
<b>Anleihen</b>	Seite 10
Neues Jahr – kein neues Glück für Anleihen?	
<b>Rohstoffe</b>	Seite 12
Rohstoffe mit Erholungspotenzial	
<b>Währungen</b>	Seite 13
Risiko-Cocktail belastet Eurokurs	
<b>Berenberg Insights</b>	Seite 14
Interview mit Oliver Brunner	
<b>Impressum</b>	Seite 16



## 2019: HERAUSFORDERUNGEN BIETEN CHANCEN

### AUF DEN PUNKT

- Eine Rezession bleibt auch 2019 unwahrscheinlich – das Wirtschaftswachstum dürfte sich nahe Trend stabilisieren.
- Das Marktumfeld bleibt anspruchsvoll mit vielen Herausforderungen jenseits der Konjunkturentwicklung.
- Die quantitative Drosselung durch die Zentralbanken lastet auf allen Anlageklassen – Unternehmensanleihen dürften die Haupt-Leidtragenden sein; die Volatilität zieht weiter an.
- Die US-Dollar-Stärke dürfte auslaufen und dies sollte Schwellenländerwährungen und Rohstoffe begünstigen.
- Aktien haben Erholungspotenzial und sind in das neue Jahr hinein gegenüber Anleihen zu bevorzugen.

politischer Risiken und bei vermehrten Anzeichen eines sich stabilisierenden Wachstums Erholungspotenzial. Dies gilt insbesondere für Aktien aus den Schwellenländern und Europa – japanische Aktien sind strategisch interessant. Wir sind in Aktien Übergewichtet. Das Marktumfeld bleibt aber sehr anspruchsvoll, nicht zuletzt aufgrund des kontinuierlichen Liquiditätsentzugs durch die Zentralbanken. Rezessionsbefürchtungen dürften über die nächsten Jahre regelmäßig kommen und gehen. Wir sind insbesondere bei Unternehmensanleihen skeptisch. Die Verschuldung amerikanischer Unternehmen ist auf Rekordniveau. Zudem dürften sie die Haupt-Leidtragenden des Liquiditätsentzugs sein. In Euro denominateden Staatsanleihen sicherer Emittenten lassen keine positive Wertentwicklung erwarten. US-Dollar-Staatsanleihen bieten attraktivere Renditen, jedoch dürften diese mit dem Auslaufen der US-Dollar-Stärke für Anleger aus dem Euroraum nicht zu realisieren sein. Wir präferieren Frontier-Market-, Schwellenländer- und Wandelanleihen. Gold bietet eine Portfolioabsicherung und sollte insbesondere von der niedrigen Positionierung und einem schwächeren US-Dollar profitieren.

### Portfoliositionierung auf einen Blick

Die Aktienmärkte haben bereits im vierten Quartal eine deutliche Wachstumsabschwächung eingepreist und bieten beim Abebben



**Rückblick 2018 - Trump gibt Gas, Ende der Vermögenspreisinflation und aufkommende Rezessionsbefürchtungen**

US-Präsident Trump gab in 2018 mächtig Gas. Seine Steuerreform gab der US-Wirtschaft und dem amerikanischen Aktienmarkt ordentlich Rückenwind, während die von ihm angezettelten Handelsstreitigkeiten Sentiment, Wachstum und Aktienmärkte exportstarker Länder belasteten. In der Folge wertete der US-Dollar entgegen der Konsenserwartung vom Jahresbeginn deutlich auf. Schwellenländer litten nicht nur unter dem Handelsstreit, dem nachlassenden chinesischen Wachstum, der US-Dollar-Aufwertung und hausgemachten Problemen wie beispielsweise in der Türkei, sondern auch unter dem starken Ölpreisanstieg in den ersten drei Quartalen. Steigende Leitzinsen in den USA sowie die Abkehr von der Politik der quantitativen Lockerung erzeugten zudem Gegenwind für alle Anlagen. Im vierten Quartal dominierten dann politische Risiken, Wachstumsenttäuschungen und Rezessionsbefürchtungen. Der Ölpreis kollabierte angesichts eines erneut starken Überangebots, Inflationserwartungen fielen und insbesondere zyklische Aktien litten (obere Abb. auf S. 5). Nach der Marktkorrektur preisen die Aktienmärkte bereits eine deutliche Abschwächung des Wachstums ein (mittlere Abb. auf S. 5).

**Wesentliche Herausforderungen jenseits des Konjunkturzyklus**

Auch wenn wir ein unmittelbares Abrutschen in eine Rezession für unwahrscheinlich halten und die Märkte bereits eine deutliche Wachstumsabschwächung eingepreist haben, ist die Ausgangslage für die Märkte in 2019 nicht einfach. Das Wachstum lässt nach, während Löhne und Kerninflation langsam weiter anziehen. Das

globale Wachstum scheint wieder auf das begrenzte Niveau von 2012 bis 2016 zurückzufallen – die Unterstützung durch die Trump-Wahl und das riesige Fiskalpaket in den USA läuft aus. Die Konsensuserwartungen für die Unternehmensgewinne in 2019 sind trotz jüngster Reduktionen zu optimistisch. Lediglich ein Gewinnwachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich erscheint realistisch. Schließlich nimmt der Liquiditätsentzug durch die Zentralbanken Fahrt auf, denn auch die EZB stellt ihre Anleihekäufe ein. Der starke Anstieg der Aktienrückkäufe und Dividendenzahlungen in den USA in 2018 ist auf die Steuerreform zurückzuführen und dürfte sich nicht in dem Maße wiederholen. Die Brexit-Situation ist weiter ungeklärt, genauso wie die fehlende Haushaltsdisziplin der populistischen Regierung in Italien. Und der Waffenstillstand zwischen den USA und China bedeutet noch lange nicht das Ende der Handelsstreitigkeiten. Auch Risiken wie ein stärkerer Inflationsanstieg oder die rekordhohe Verschuldung der Nichtfinanzunternehmen in den USA könnten die Märkte belasten.

**Ende der US-Dollar-Stärke**

Angesichts schwächeren Wachstums und nur moderater Inflation dürfte die Fed bei ihren Zinserhöhungen demnächst eine längere Pause einlegen. Dem steht die erwartete Zinswende durch die EZB zum Anfang 2020 gegenüber. Die Zinsdifferenz zwischen US-Treasuries und Bundesanleihen sollte schrumpfen. In Verbindung mit der aktuellen Pro-US-Dollar-Positionierung des Marktes spricht dies dafür, dass der handelsgewichtete US-Dollar seinen Höhepunkt gefunden hat und in 2019 an Stärke verliert. Schwellenländerwährungen dürften davon profitieren. Für eine

**Weitgehend negative Renditen in 2018 - lediglich die US-Dollar-Aufwertung bescherte europäischen Anlegern Gewinne aus US-Anlagen**

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang (YTD) und in Q4 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.*
	■ YTD (31.12.17-17.12.18)		17.12.17	17.12.16	17.12.15	17.12.14	17.12.13		
	■ Q4 (30.09.18-17.12.18)		17.12.18	17.12.17	17.12.16	17.12.15	17.12.14		
US-Staatsanleihen	3,8	6,5	4,2	-9,6	4,0	16,3	13,5	5,3	8,0
USD/EUR	2,3	5,8	3,5	-11,0	3,6	14,0	11,5	3,9	8,4
S&P 500	-10,2	2,8	0,6	7,4	17,1	18,9	27,4	13,9	15,4
Gold	1,2	6,8	2,7	-1,6	11,8	0,7	6,8	4,0	12,7
EM-Staatsanleihen	1,2	1,2	-0,9	-1,9	12,9	18,9	13,9	8,2	8,9
EUR-Staatsanleihen	0,7	1,0	-0,4	1,2	1,6	1,8	7,4	2,3	1,9
Brent	-25,9	-0,1	4,4	-3,3	27,7	-41,2	-37,7	-13,9	32,8
Eonia	-0,4	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,0
EUR-Unternehmensanleihen	-1,3	-0,7	-1,9	3,5	4,1	-0,2	7,8	2,6	1,9
Stoxx Europa 50	-8,4	-7,9	-8,6	9,5	0,6	10,1	7,2	3,5	15,4
MSCI EM	-9,5	-5,3	-8,1	18,6	13,7	2,2	5,2	5,9	15,6
DAX	-16,6	-12,0	-17,8	14,9	6,2	12,5	4,2	3,3	17,6

Zeitraum: 17.12.2013-17.12.2018

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



deutliche Aufwertung des Euros müssten aber das Italien- und das Brexit-Risiko zunächst gelöst sein. Deutsche Staatsanleihen bleiben mit einer erwarteten negativen Gesamtentwicklung uninteressant. US-Staatsanleihen sind attraktiver, dürften aus Sicht eines Euro-Anlegers aber unter der US-Dollar-Schwäche leiden.

#### Vorsicht bei Unternehmensanleihen

Wir erwarten, dass sich die Ausweitung der Risikoprämien bei Unternehmensanleihen in 2019 fortsetzt – unterbrochen von nur temporären Einengungen bei starkem Risikoappetit. Unternehmensanleihen dürften am stärksten unter dem Liquiditätsentzug durch die Zentralbanken leiden. In den USA hat zudem die Unternehmensverschuldung ein Rekordniveau erreicht, die Kreditqualität lässt weiter nach und Staatsanleihen bieten bereits wieder eine ansehnliche Rendite. Hier sind Staatsanleihen gegenüber Unternehmensanleihen klar vorzuziehen.

#### Aktien bieten zumindest zunächst das höchste Potenzial

Das pessimistische Sentiment, gepaart mit attraktiven Bewertungen, bietet Erholungspotenzial in der typischerweise starken Saison für Aktien von November bis April. Bis dahin sollten sich auch Anzeichen einer Wachstumsstabilisierung zeigen. Besonders positiv wären Anzeichen, dass es der chinesischen Zentralbank und Regierung wie in 2016 gelingt, das Wachstum zu stabilisieren. Hoffnung gibt, dass chinesische Häuserpreise bereits wieder schneller steigen. Neben der Auflösung von politischen Unsicherheiten bieten auch die Geld- und Fiskalpolitik positives Überraschungspotenzial für Aktien.

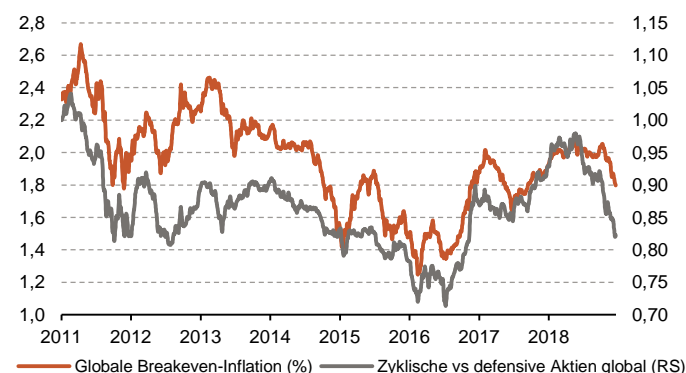
#### Bild für die Schwellenländer und Rohstoffe dürfte sich verbessern

Angesichts des starken US-Wirtschaftswachstums hat sich das Wachstum in den Schwellenländern in 2018 nicht wie erwartet gegenüber den Industrieländern verbessert. Die Wachstumsdifferenz verharrte bei 2,3%. Jedoch erwartet der IWF eine Ausweitung des Wachstumsvorsprungs der Schwellenländer in 2019. Die Belastung durch die US-Dollar-Stärke dürfte auslaufen und die weniger restriktive Geld- und Fiskalpolitik in China dürfte unterstützend wirken. Nach der schwachen Entwicklung von Schwellenländerwährungen und -aktien in 2018 sehen wir Erholungspotenzial in 2019. Industrie- und Edelmetalle dürften von einem schwächeren US-Dollar und einer Pause der Fed profitieren. Steigende Realzinsen bleiben ein Risiko für Edelmetalle. Anzeichen, dass sich das chinesische Wachstum stabilisiert, dürften Industriemetallen angesichts der Short-Positionierung spekulativer Anleger Rückenwind bescheren.

Dr. Bernd Meyer, Chefstrategie Wealth and Asset Management

#### Rezessionsängste belasten zyklische Aktien & Inflationserwartungen

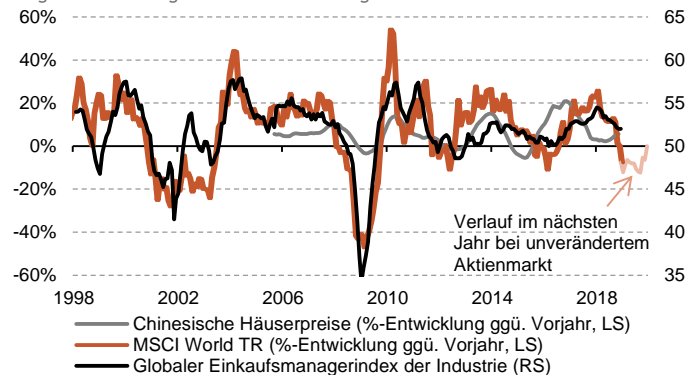
Gewichtete 10-jährige Breakeven-Inflation (USA, Großbritannien, Deutschland, Frankreich) im Vergleich mit der relativen Entwicklung zyklischer Aktien



Zeitraum: 01.01.2011-17.12.2018  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

#### Aktien preisen Wachstumsschwäche - Häuserpreise in China ziehen an

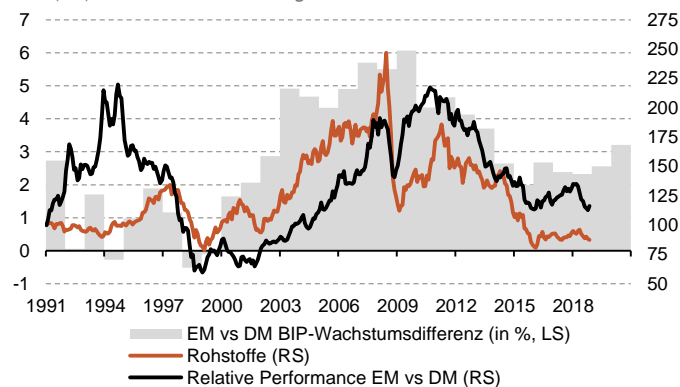
Entwicklung von globalen Aktien und chinesischen Häuserpreisen ggü. Vorjahr im Vergleich mit dem globalen Einkaufsmanagerindex der Industrie



Zeitraum: 01.01.1998-31.12.2019, per 17.12.2018  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

#### Relatives Wachstum stützt Rohstoffe und Schwellenländeraktien

Realer Wachstumsvorteil der Schwellenländer (EM) gegenüber den Industrieländern (DM) und relative Entwicklung Schwellenländeraktien und Rohstoffe



Zeitraum: 01.01.1991-30.11.2018  
Quelle: IMF, Bloomberg, eigene Berechnungen; Entwicklung indiziert, 31.01.1991 = 100



# KONJUNKTUR: ERST DER WINTER, DANN DER FRÜHLING

## AUF DEN PUNKT

- Konjunkturdelle: Europa muss sich auf einen grauen Winter einstellen.
- Neuer Schwung im Frühling, sofern Handelsstreit abflaut und harter Brexit vermieden wird.
- Fed wird bald Zinspause einlegen.

### Ein grauer Winter für Europas Konjunktur

Eine Serie von politischen Krisen und externen Schocks hat die Konjunktur in Teilen der westlichen Welt aus dem Tritt gebracht. Vor allem die von den USA geschürten Handelsspannungen lasten auf der Stimmung der Unternehmen. Dazu kommt der Einbruch der Ausfuhren in einige Schwellenländer wie die Türkei, die sich zu sehr in Auslandswährung verschuldet hatten und jetzt in einer Anpassungskrise stecken. Gleichzeitig haben die bis in den November hinein hohen Preise für Heizöl und Kraftstoffe die Kaufkraft vieler Verbraucher so geschmälert, dass sie ihre Ausgaben für andere Güter und Dienstleistungen einschränken mussten. Seit Oktober trüben zudem die sich zuspitzenden Brexit-Wirren sowie die Reformrolle rückwärts der radikalen Regierung in Rom das Geschäftsklima in Europa.

In den USA sind bisher nur wenige Bremsspuren sichtbar. Dort überdecken die Steuergeschenke von Anfang 2018 sowie die höheren Einnahmen für Ölproduzenten derzeit noch die Kosten

der Schocks. Dagegen hat sich das Wachstum in der Eurozone und Japan erheblich abgeschwächt.

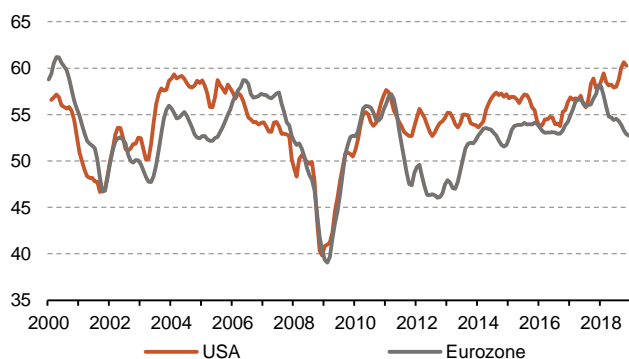
Für die kommenden Monate ist noch kein Ende der aktuellen Wachstumsschwäche in Europa in Sicht. Wir müssen uns stattdessen auf weitere schlechte Nachrichten einstellen. Wir erwarten jedoch, dass dem grauen Winter ein hellerer Frühling folgen kann. Denn wirtschaftlich gesehen gibt es weder in Europa noch anderswo in der westlichen Welt einen Grund für eine Stagnation oder sogar eine Rezession. Der Ausblick wird vor allem von politischen Risiken geprägt. Sollten diese Risiken 2019 etwas nachlassen, kann sich die Konjunktur wieder beleben. Der kleine Anstieg der ZEW-Erwartungen im Dezember zeigt, dass die Chancen dafür nicht schlecht stehen.

### Handelskrieg: Wie weit geht Trump?

Trotz gelegentlicher Stillhalteabkommen mit der EU und China halten die USA bisher mit aggressiven Drohungen in Handelsfragen die Welt in Atem. Allerdings zeichnet sich in den USA ab, dass mit dem Auslaufen des Fiskalstimulus die US-Sonderkonjunktur enden und das Land zu normaleren Wachstumsraten von etwas über 2% zurückkehren wird. Damit werden in den USA die derzeit von der Konjunktur überdeckten Schäden der Handelskriege für Unternehmen und Wähler immer sichtbarer werden. Der Anreiz für Trump, „Deals“ mit China und der EU abzuschließen, statt mit einer weiteren Eskalation den USAufschwung und damit die Chancen der eigenen Wiederwahl in 2020 zu gefährden, dürfte damit immer größer werden. Für unse-

### Transatlantische Lücke

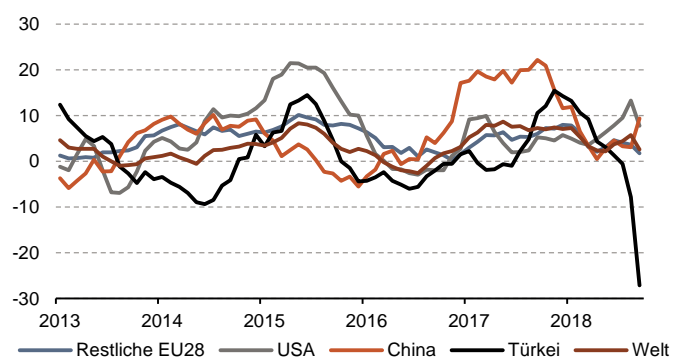
Einkaufsmanagerindex: Eurozone versus USA



Zeitraum: 01.01.2000-30.11.2018  
Quelle: ISM, Markit

### Das schlechte Exportgeschäft schmerzt

Güterexporte der Eurozone in wichtige Partner, jährliche Veränderung in %



Zeitraum: 01.01.2013-30.09.2018  
Quelle: Eurostat



re Konjunktur- und Marktprognosen gehen wir davon aus, dass zumindest einige der wesentlichen Streitfragen bis zum Frühjahr geklärt sind. Ansonsten könnte der Welt eine nachhaltige und ausgeprägte Konjunkturschwäche drohen.

### Unruhige Zeiten, einige Hoffnungsschimmer

**Brexit:** Inmitten politischer Turbulenzen bleibt der Ausgang ungewiss. Allerdings zeichnet sich ab, dass eine überparteiliche Mehrheit im britischen Parlament einen harten Brexit ohne Abkommen mit der EU verhindern will. Ein harter Brexit ohne Anschlussabkommen über die künftigen Wirtschaftsbeziehungen könnte Großbritannien in eine tiefe Rezession und die EU für einige Quartale in eine Rezession stürzen. Das Risiko eines solchen Unfalls beträgt unseres Erachtens etwa 20%. Jede andere Lösung würde die Lage entspannen. Die Chance, dass die Briten den Brexit doch noch absagen, dürfte dagegen 25% betragen.

**Italien:** Angesichts der Gefahr einer durch höhere Risikoauflösung ausgelösten Kreditklemme in Italien stehen die Chancen gut, dass die radikale Regierung in Rom im Haushaltsstreit etwas nachgeben und ein geringeres Defizitziel akzeptieren wird. Das würde das italienische Problem zwar nicht dauerhaft lösen. Aber es würde zumindest das Risiko vermindern, dass Italien bereits 2019 in eine Schuldenkrise abgleiten könnte.

**Türkei:** Nach dem aktuellen Einbruch werden die Türkei und einige andere Schwellenländer wohl im Winter den Tiefpunkt ihrer Anpassungskrisen erreichen. Ab dann dürften die Ausfuhr-

ren in diese Länder nicht weiter sinken. Damit entfele ein weiterer Faktor, der heute die europäische Konjunktur belastet. Ohne die türkische Krise wäre das Wachstum in der Eurozone im Herbst 2018 um knapp 0,2 Prozentpunkte höher ausgefallen.

**Öl:** Der aktuelle Rückgang der Rohölpreise auf ein normales Niveau entlastet die Verbraucher und kann dem Konsum im Laufe des Jahres 2019 wieder etwas mehr Schwung verleihen.

### Inflation bleibt verhalten

Die Inflations Sorgen, die Anfang 2018 aufkamen, haben sich als übertrieben herausgestellt. Da in den USA und Europa der Lohndruck nur langsam zunimmt, sind die Kernraten der Inflation entweder sehr niedrig mit rund 1% in der Eurozone oder im Einklang mit einer angestrebten Rate von etwa 2% in den USA.

**Notenbanken:** Mit dem Zinsschritt vom Dezember hat die Fed wieder ein nahezu neutrales Zinsniveau erreicht. Bei etwas weniger lebhafter US-Konjunktur dürfte sie bald eine längere Zinspause einlegen. Das könnte auch die Märkte stützen. Ende 2019 wird die EZB knapp ein Jahr nach dem Auslaufen der Anleihekäufe die Zinswende einleiten, sofern sich die Konjunktur im Frühjahr 2019 erwartungsgemäß wieder etwas belebt. In einem ersten Schritt wird die EZB dann vermutlich den Strafzins auf Bankeinlagen von -0,4% auf -0,25% abmildern, bevor sie Anfang 2020 schließlich auch den Refinanzierungssatz etwas anhebt und damit die Nullzinspolitik beendet.

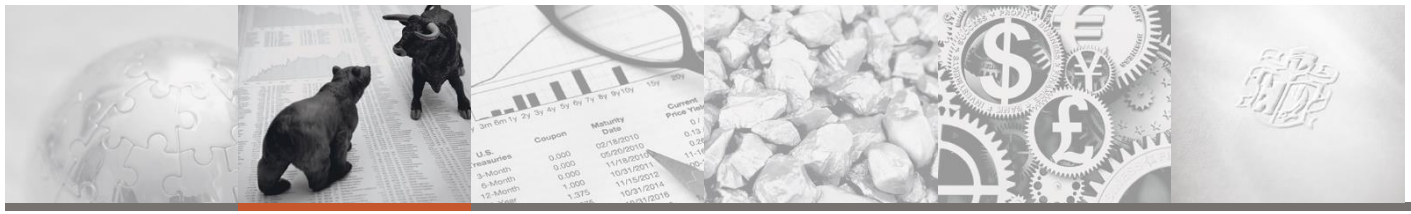
Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt

### Wachstums- und Inflationsprognosen

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2018		2019		2020		2018		2019		2020	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA	2,9	2,9	2,8	2,6	2,4	1,9	2,4	2,4	2,2	2,2	2,4	2,2
Eurozone	1,8	1,9	1,3	1,6	1,7	1,5	1,8	1,8	1,5	1,7	1,6	1,7
Deutschland	1,5	1,6	1,2	1,6	1,7	1,5	1,9	1,9	1,7	1,8	1,8	1,7
Frankreich	1,5	1,6	1,3	1,6	1,8	1,5	2,1	2,1	1,6	1,7	1,9	1,5
Italien	0,9	1,0	0,5	0,9	1,1	0,9	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Spanien	2,5	2,5	2,0	2,2	2,2	1,9	1,8	1,8	1,5	1,7	1,9	1,6
Großbritannien	1,3	1,3	2,0	1,5	1,8	1,6	2,5	2,5	2,2	2,1	2,2	2,0
Japan	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	0,5	1,0	1,0	1,2	1,1	1,4	1,4
China	6,6	6,6	6,3	6,2	6,1	6,0	2,2	2,2	2,2	2,3	2,1	2,3
Welt*	2,9	3,7	2,7	3,5	2,7	3,3	-	3,3	-	3,3	-	3,1

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

\*\* Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 17.12.2018.



## 2019: AKTIEN SOLLTEN IN SCHWIERIGEM UMFELD STEIGEN

### AUF DEN PUNKT

- Aktienkurse dürften in 2019 zulegen, unterstützt durch steigende Unternehmensgewinne, günstigere Bewertungen und fehlende Anlagealternativen. Wir rechnen jedoch mit weiteren Volatilitätsspitzen, da die Zentralbankunterstützung nachlässt, (handels-)politische Risiken nicht vollkommen abebben und sich das weltweite Wachstum eintrübt.
- Folglich sollten sich die Aktienmarktbewertungen nur leicht ausweiten und der Margendruck sollte wegen steigender Zinsen, Löhne und Zölle zunehmen.

### 2018 war ein äußerst schwieriges Aktienjahr

Aktienmärkte haben in 2018 mehrheitlich Verluste hinnehmen müssen, getrieben durch eine restriktivere US-Geldpolitik, eine Verschärfung des Handelskonflikts, enttäuschende Konjunkturdaten außerhalb der USA sowie politische Unsicherheiten (Italien, Brexit, Nordkorea). Folglich gerieten vor allem zyklische Unternehmen aus Europa, insbesondere aus dem DAX (-17% seit Jahresanfang), sowie asiatische Schwellenländer unter Druck. Mit am besten schnitten US-Aktien ab, die von der US-Steuerreform profitierten, bis dato aufgrund ihres großen Heimatmarktes der relative Gewinner im globalen Handelskonflikt sind und aus Euro-Sicht von der US-Dollar-Aufwertung profitierten. In Europa entwickelten sich defensive Aktien am besten.

Japanische Aktien konnten sich ebenfalls relativ gut behaupten. Weltweit haben sich Aktien vergünstigt, denn die globalen Unternehmensgewinne sind in 2018 im Vorjahresvergleich um gut 16% gestiegen. Allein in den USA betrug der Gewinnanstieg rund 24% dank der Steuerreform und eines im Jahresdurchschnitt gestiegenen Ölpreises. Insbesondere die Gewinne der Öl- und Finanzunternehmen stiegen.

### Steigende Unternehmensgewinne trotz geringerer Margen

Für 2019 erwarten wir eine leichte Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums, gepaart mit einer moderaten Inflation sowie leicht steigenden Zinsen. Die Profitabilität der Unternehmen dürfte allerdings sinken. Gestiegene Löhne, Rohstoffpreise, Zinsen und Zölle belasten – der Margenhöhepunkt liegt nach unserer Einschätzung hinter uns. Bei fallenden Gewinnmargen und einem durchwachsenen Umsatzwachstum sehen wir weiteren Abwärtsrevisionsbedarf bei den Gewinnsschätzungen für 2019, insbesondere für Europa. Fiskalpolitische Maßnahmen und höhere Inflation dürften jedoch das nominale Wachstum begünstigen. Daher erwarten wir, dass die globalen Unternehmensgewinne in 2019 um ca. 5–7% im Vergleich zum Vorjahr steigen werden. Aktuell liegt die Konsensuserwartung bei rund 8%.

### Bewertung sollte sich leicht ausweiten

Handels(-politische) Risiken sowie Wachstumssorgen haben in den letzten Monaten zu einer deutlichen Reduzierung der Bewertungskennzahlen geführt. Der Aktienmarkt preist bereits eine deutliche Wachstumsabschwächung ein. Da wir allerdings keine

### Seit Jahresbeginn und in Q4 hatten vor allem die zyklischen Aktien das Nachsehen

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang (YTD) und in Q3 (in %, EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.17-17.12.18)	■ Q4 (30.09.18-17.12.18)	17.12.17	17.12.16	17.12.15	17.12.14	17.12.13			
MSCI EM Osteuropa	-2,4	3,8	3,9	4,0	37,3	12,9	-30,6	0,9	5,6	6,5
S&P 500	-10,2	2,8	0,6	7,4	17,1	18,9	27,8	3,0	2,1	15,7
Stoxx Europa Defensiv	-4,0	1,3	1,4	6,4	-3,3	12,0	14,6			
Russell 2000	-16,6	-3,8	-5,4	0,9	26,4	12,4	17,9	1,7	1,5	22,9
Topix	-9,6	-5,4	-6,0	9,5	9,3	29,8	8,3	1,1	2,4	12,4
MSCI Großbritannien	-8,2	-9,0	-5,7	10,8	19,7	-1,0	1,0	1,6	5,0	12,0
Stoxx Europa 50	-8,4	-7,9	-8,6	9,5	0,6	10,1	8,1	1,6	4,5	12,8
MSCI EM Asien	-10,1	-6,8	-9,4	22,7	10,6	7,4	13,1	1,5	2,8	11,6
Euro Stoxx 50	-10,3	-9,7	-11,7	12,0	1,5	11,0	6,6	1,4	4,0	12,9
Stoxx Europa Small 200	-13,1	12,2	-10,6	17,3	0,0	19,8	6,3	1,7	3,2	15,6
Stoxx Europa Zyklisch	-15,7	-14,3	-15,0	13,1	6,8	9,5	4,7			
DAX	-16,6	-12,0	-17,8	14,9	6,2	12,5	5,1	1,4	3,6	12,0

Zeitraum: 17.12.2013-17.12.2018

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





zeitnahe Rezession erwarten und die politischen Risiken in den nächsten Monaten auch teilweise abebben sollten – der Handelsstreit dürfte uns länger erhalten bleiben, – rechnen wir mit einer leichten Bewertungsausweitung in 2019. Steigende Zinsen und die nachlassende Unterstützung der Zentralbanken weltweit dürften eine solche Entwicklung allerdings limitieren und für weitere Volatilitätsspitzen sorgen.

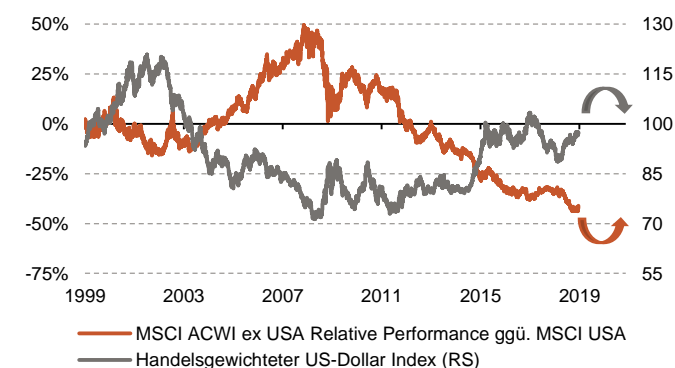
### Steigende Aktienmärkte in 2019

Die Aktienmärkte sollten nächstes Jahr zulegen, wenngleich das Marktumfeld schwierig bleiben dürfte. Das erste Halbjahr dürfte dabei mehr Renditepotenzial als die zweite Jahreshälfte bieten. Dafür spricht die tendenziell bessere Saisonalität für Aktien im Frühjahr sowie die von unseren Volkswirten avisierte Pause im Fed-Zinserhöhungszyklus. Im zweiten Halbjahr sollten jedoch die positiven Effekte der US-Steuerreform komplett auslaufen. Deswegen sind wir mittelfristig etwas vorsichtiger in Bezug auf US-Aktien, die höher bepreist sind und sich über die letzten Jahre deutlich besser als der Rest der Welt entwickelt haben. Folglich rechnen wir auch mit einem Aufholpotenzial Europas gegenüber den USA in 2019, weil sich sowohl Wachstumsraten als auch die Zentralbankpolitik annähern sollten. Außerhalb Europas mögen wir aufgrund der relativen Attraktivität, eines Auslaufens der US-Dollar-Stärke und des steigenden Wachstumsvorsprungs Schwellenländer. Zudem halten wir japanische Aktien für attraktiv. Japan dürfte entgegen dem Trend in 2019 stärker als in 2018 wachsen, trotz Mehrwertsteuererhöhung. Eine stabile Politik, lockere Geldpolitik, steigende Löhne und der heimische Konsum unterstützen.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

### Rest der Welt hat Aufholpotenzial gegenüber den USA

Relative Entwicklung der Net-Return-Indizes MSCI All Country World Index ex USA ggü. MSCI USA und die Entwicklung des handelsgewichteten US-Dollars



Zeitraum: 01.01.1999-17.12.2018  
Quelle: Bloomberg, Berenberg

## WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

### Umsatzsorgen anstatt Kostensorgen

Nachdem in der ersten Jahreshälfte Umsatzsorgen noch keine Rolle gespielt haben, sondern eher die Kostenseite die Unternehmen bewegte, stellt sich nun immer häufiger die Frage, wie die Geschäfte im 4. Quartal und in 2019 verlaufen. Der Abschwung macht den Unternehmen zu schaffen und es kommt zur Verlangsamung des Wachstums, vor allem in zyklischeren Sektoren.

Der Ausblick, den viele Unternehmen noch zum Bericht des 3. Quartals gegeben haben, wird immer häufiger einkassiert und die Gewinnerwartungen kommen zurück.

Die vom Markt antizipierte Abschwächung kommt in der Realwirtschaft an, was wir an den zahlreichen Gewinnwarnungen, vor allem aus den zyklischen Sektoren wie Industriegüter und Chemie sowie dem Autosektor, sehen.

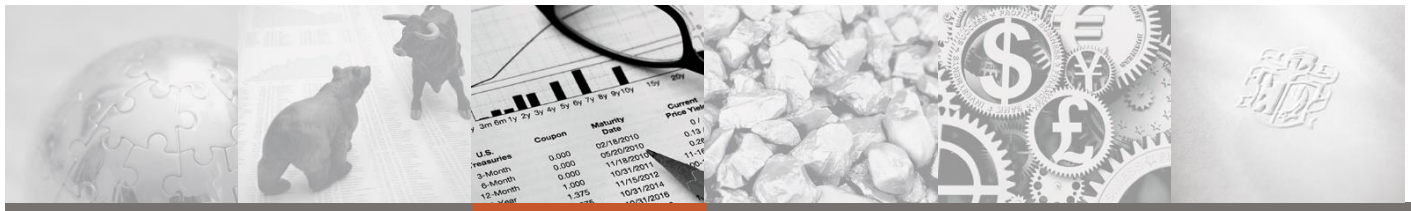
Wenn die Unternehmen über das 4. Quartal und das Gesamtjahr 2018 berichten werden, wird sich diese Tendenz wohl fortsetzen und es wird für viele Unternehmen sehr schwierig werden, einen belastbaren Ausblick für das kommende Jahr zu geben. Die Unternehmenslenker werden sicher mit Vorsicht ins Jahr starten angesichts der Börsenlage und der politischen Unsicherheiten.

Matthias Born, CIO Aktien

### Prognoseübersicht: Europa mit Aufholpotenzial

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	17.12.2018	30.06.2019	31.12.2019	
S&P 500	2.546	2.850	2.950	3.137
Dax	10.772	11.900	12.600	13.864
Euro Stoxx 50	3.064	3.300	3.500	3.794
MSCI Großbritannien	1.963	2.100	2.200	2.370
<b>Indexpotenzial (in %)</b>				
S&P 500	-	11,9	15,9	23,2
Dax	-	10,5	17,0	28,7
Euro Stoxx 50	-	7,7	14,2	23,9
MSCI Großbritannien	-	7,0	12,1	20,8

\* Durchschnitt, Konsens per 17.12.2018.  
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



# NEUES JAHR – KEIN NEUES GLÜCK FÜR ANLEIHEN?

## AUF DEN PUNKT

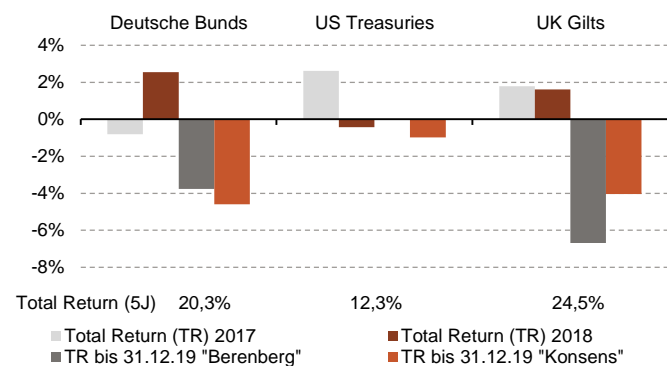
- Sichere Staatsanleihen lassen keine positiven Erträge erwarten.
- Noch keine Erholung im Segment der Unternehmens- und Hochzinsanleihen, schwieriger Jahresstart erwartet.
- Zuversichtlicher sind wir für Schwellenländeranleihen, besonders im Segment der Lokalwährungen.

### Der Blick zurück: Ein gemischtes Jahr liegt hinter uns

In lokaler Währung profitierten insbesondere deutsche Bunds und britische Gilts vom schrittweise zunehmenden Sicherheitsbedürfnis der Marktteilnehmer und bescherten diesen Wertzuwächse. Das parallel wachsende Risikobewusstsein führte ferner dazu, dass Investoren in Unternehmensanleihen bis Mitte Dezember in keinem einzigen Teilbereich absolut positive Erträge erzielen konnten, aber immerhin noch besser abschnitten als mit Schwellenländerpapieren. Aus der Sicht eines Euro-Anlegers allerdings setzten sich aufgrund der starken Entwicklung des US-Dollars amerikanische Hochzins- und Staatsanleihen noch vor Bunds an die Spitze der Gewinnerliste, auf der sich aus dieser Währungsperspektive neben den Gilts auch US-Unternehmensanleihen des Investmentgrade-Segments befinden. Schwellenländeranleihen nehmen hingegen gemeinsam mit europäischen Hochzinspapieren auch aus Euro-Sicht die Verliererplätze ein.

### Sichere Staatsanleihen: rote Zahlen voraus

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



Zeitraum: 17.12.2013-17.12.2018  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7-10 Jahre, TR)

### Staatsanleihen steht ein schwieriges Jahr bevor

In welche Richtung die weitere Reise bei Staatsanleihen geht, wird stark davon abhängen, ob und wie zügig sich die derzeit noch über den Finanzmärkten hängenden Regenwolken auflösen. Unseren Hauptszenarien folgend, dürfte es jedoch für die „sicheren Häfen“ in der Eurozone schwierig werden. Unter anderem angesichts des ausgelaufenen Kaufprogramms der Europäischen Zentralbank (EZB) und moderat wachsender Inflation lässt sich bei einem von uns prognostizierten Renditeanstieg von rund 50 Basispunkten bis Ende 2019 mit deutschen Bundesanleihen zehnjähriger Laufzeit kein Blumentopf gewinnen, wohl aber Geld verlieren. Ähnlich bescheiden stellen sich die Perspektiven für britische Gilts dar, sofern die Brexit-Verhandlungen zu einem akzeptablen Ergebnis führen und die aktuelle Sicherheitsprämie aus britischen Staatspapieren ausgepreist wird. Auch die von uns erwartete leichte Aufwertung des Pfundes ändert daran aus Sicht eines Euro-Anlegers nicht viel. US-Treasuries dagegen, bei denen wir mit deutlich weniger Renditesteigerungspotenzial rechnen als bei Gilts und den Top-Emittenten der Eurozone, scheinen auf den ersten Blick zumindest einen Beitrag zur Stabilität im Rentenportfolio liefern zu können – ein Effekt, der freilich durch das voraussichtliche Ende der Dollar-Stärke schnell verpuffen dürfte.

### Unternehmensanleihen: (noch kein) Land in Sicht

Zu Beginn des neuen Jahres zeichnet sich keine merkliche Erholung ab. Obwohl sich die Risikoaufschläge bereits wieder auf den Niveaus von Anfang 2016 bewegen, deuten die unterjährigen

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

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zur Jahresmitte und zum Jahresende 2019

	17.12.2018 Aktuell	30.06.2019 Ø*	31.12.2019 Ø*
<b>USA</b>			
Leitzins	2,00-2,25	2,50-2,75	2,90
10J US-Rendite	2,86	3,10	3,27
<b>Eurozone</b>			
Leitzins	0,00	0,00	0,00
10J Bund-Rendite	0,26	0,60	0,68
<b>Großbritannien</b>			
Leitzins	0,75	1,00	0,95
10J Gilts-Rendite	1,26	2,00	1,82

\* Durchschnitt, Konsens per 17.12.2018.  
Quelle: Bloomberg



Mittelflüsse für europäische Investmentgrade- und High-Yield-Fonds auf keine Erholung hin. Trotz nach wie vor allgemein soliden Kreditkennzahlen und niedrigen Ausfallraten rechnen wir daher für die erste Jahreshälfte 2019 zunächst mit einer moderaten Spreadausweitung von 10 bis 20 Basispunkten im Investmentgrade- und mit bis zu 100 Basispunkte höheren Renditeaufschlägen im Hochzinsbereich, bevor anschließend eine Stabilisierung einsetzen sollte.

In diesen Zeiten erhöhter Volatilität gewichten wir Unternehmensanleihen unter. Innerhalb des Segments bevorzugen wir das Investmentgrade- gegenüber dem Hochzinssegment und meiden zyklisch exponierte Unternehmen, beispielsweise aus dem Automobil- oder Industriesektor. In Erwartung steigender Zinsen und auf historisch hohen Preisniveaus sind wir bei Immobilienunternehmen ebenfalls vorsichtig. Während speziell Nachranganleihen bonitätsstarker Banken und Versicherer attraktiv erscheinen, meiden wir zunächst italienische Finanztitel, solange die politische Unsicherheit im Land vorherrscht.

#### Zuversicht für Schwellenländeranleihen

Wir gehen davon aus, dass die Zuversicht in die Anlageklasse Emerging-Markets-Anleihen 2019 generell wieder steigen wird. Tendenziell untergewichtete Investoren im Lokalwährungsbe- reich sollten dann nicht nur von einer allgemein positiven Markt- entwicklung in diesem Segment, sondern auch von relativ günstigen Einstiegslevels profitieren. Die zuletzt erstmals seit 2013 im Vergleich zu Hartwährungspapieren vorteilhafteren Kapitalflüsse

in Lokalwährungsanleihen deuten bereits auf den Beginn einer entsprechenden (Um-)Positionierung hin. Hinzukommend haben viele Schwellenländerwährungen in Zeiten der florierenden US-Konjunktur sowie eines starken US-Dollars (insbesondere im Jahr 2018) stark abgewertet. Dies lässt ihre aktuellen Niveaus, auch in Erwartung einer sich langsam konsolidierenden US-Wirtschaft, gepaart mit einem sich künftig abschwächenden US-Dollar, als relativ günstig erscheinen. Zwar können angesichts ihrer momentanen Risikoaufschläge Schwellenländeranleihen auf der Hartwährungsseite durchaus als attraktiv erachtet werden, jedoch erscheint uns das Rendite-Risiko-Verhältnis auf der Lokalwährungsseite aufgrund der genannten Faktoren insgesamt noch erfolgversprechender.

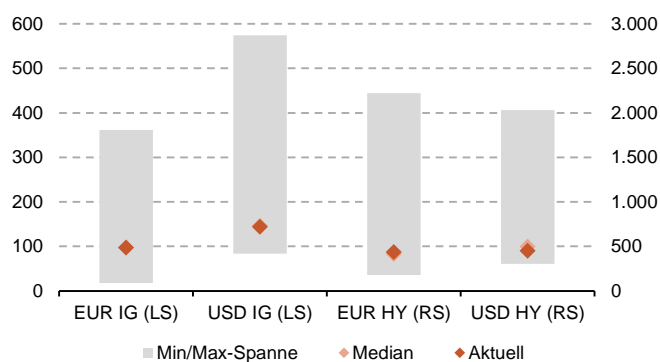
#### Fazit: Schwellenländer bieten die größten Chancen

In vielen der traditionell „sicheren Häfen“ unter den Staatsanleihen wird Wellengang aufkommen, Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen sind historisch unattraktiv, darüber hinaus beendet die EZB ihr Anleihekaufprogramm – was bleibt als Möglichkeit, mit Anleihen Geld zu verdienen? Aus unserer Sicht sind es die Schwellenländeranleihen und dort insbesondere das Teilssegment der Lokalwährungspapiere. Wer sich eher defensiv schützen möchte, kann dies am besten mit US-Treasuries tun. Letztere würden in einem (von uns nicht erwarteten) nachhaltigen Krisenszenario aus Euro-Sicht sowohl von Kapitalflüssen als auch von der Währungskomponente profitieren.

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

#### Unternehmensanleihen: Risikoaufschläge reizen nicht zum Kauf

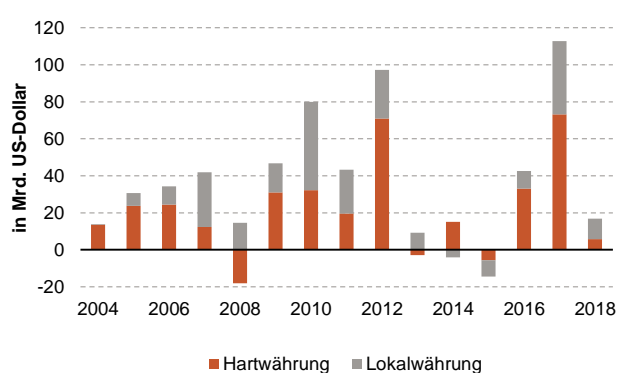
Spreads von Euro- und US-Dollar-Papieren im Investmentgrade(IG)- und High-Yield(HY)-Segment deutlich im unteren Bereich ihrer 10-Jahres-Spanne



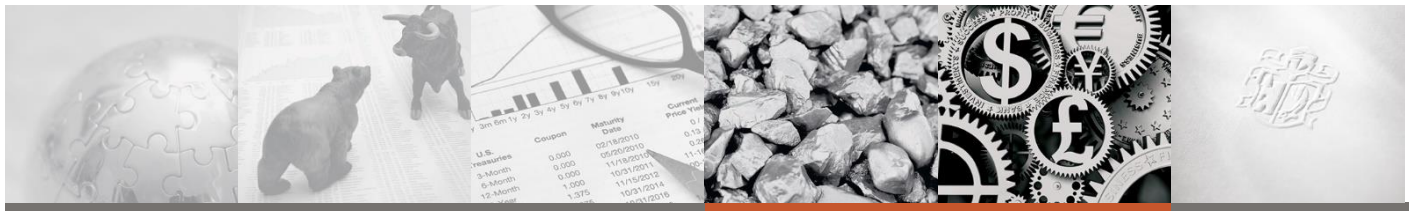
Zeitraum: 17.12.2008-17.12.2018 (Min.-Max.-Spanne der Risikoaufschläge in Basispunkten)  
Quelle: Bloomberg

#### Schwellenländer erleben Führungswechsel in Kapitalzuflüssen

Nachdem 2016 und 2017 durch höhere Zuflüsse in das Hartwährungssegment geprägt waren, zeigen sich 2018 erste Anzeichen einer Attraktivitätsumkehr



Zeitraum: 01.01.2004-30.11.2018  
Quelle: J.P. Morgan



## ROHSTOFFE MIT ERHOLUNGSPOTENZIAL

### Stabilisierung des Ölpreises bei Ende des Überangebots

Nach dem Hochpunkt des Ölpreises Anfang Oktober folgte ein deutlicher Preissturz, ausgelöst durch unerwartet hohe Ölexporte Venezuelas und Irans sowie die deutliche Förderausweitung wichtiger Produktionsländer. Zusätzlich belastete der starke Positionsabbau spekulativer Anleger den Ölpreis. Auf das jüngste Überangebot und den entsprechenden Ölpreisverfall haben nach Kanada auch die „OPEC+“-Staaten reagiert. Ab Januar 2019 werden diese die Förderung für sechs Monate täglich um 1,2 Mio. Barrel kürzen. Es könnten jedoch Zweifel an der Umsetzung aufkommen, zumal US-Präsident Trump Druck ausübt. Bei Einhaltung der Vorgaben dürfte der Ölmarkt im ersten Halbjahr 2019 wieder ins Gleichgewicht kommen. Wir erwarten, dass der Ölpreis volatil seitwärts schwanken wird. Ein Risiko bleibt die stark wachsende US-Ölproduktion, die erneut fallende Preise auslösen könnte.

### Erholungspotenzial für Gold

Im schwierigen Anlagejahr 2018 konnte Gold nicht glänzen. Der feste US-Dollar, steigende US-Anleiherenditen und bei den stabilen Inflationserwartungen somit höhere Realzinsen, Verkäufe von ETF-Anlegern sowie eine schwache physische Nachfrage haben bei Gold zu Verlusten (in USD gerechnet) geführt. Steigende US-Realzinsen könnten im Jahr 2019 für Gegenwind sorgen, jedoch dürfte Gold von dem erwarteten Ende der US-Dollar-Stärke und somit einer höheren physischen Nachfrage wichtiger Abnehmerländer profitieren. Nachdem Gold-ETFs zuletzt wieder Zuflüsse sahen, könnte die Anlegerstimmung drehen. Die derzeitige Netto-Short-Positionierung bietet bei einer Eindeckung Potenzial für eine Preiserholung, wengleich diese in EUR gerechnet durch den Wechselkurseffekt gedämpft werden dürfte.

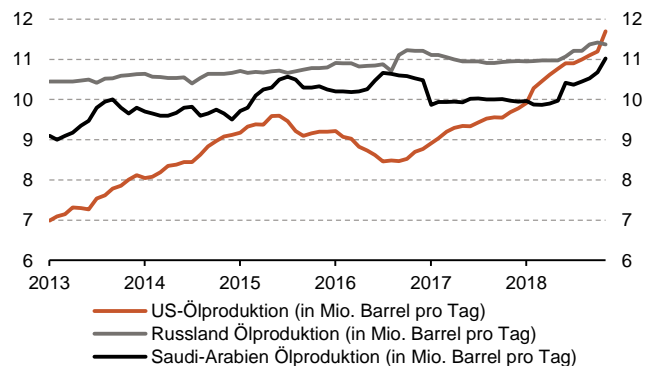
### Wende für Industriemetallpreise im Jahresverlauf 2019

Im Jahr 2018 erlitten Industriemetalle aufgrund der Handelsstreitigkeiten, Wachstumssorgen, des festen US-Dollars und einer negativen Anlegerpositionierung Verluste. Das kommende Jahr dürfte erfreulicher für Industriemetalle verlaufen, da sich diese Effekte umkehren könnten, insbesondere dürfte ein Ende der US-Dollar-Stärke unterstützen. Zugleich sind die Lagerbestände inzwischen gering. China hat auf die Wachstumsabschwächung bereits mit einer Lockerung der Geldpolitik reagiert. Daraufhin fanden die Rohstoffpreise in der Vergangenheit mit etwas Nachlauf ihren Tiefpunkt. Nach einem verhaltenen Start sehen wir im Verlauf des Jahres 2019 mit einer Verbesserung der chinesischen Frühindikatoren und einer Dollar-Schwäche Erholungspotenzial.

Guido Urban, Senior Analyst Multi Asset Strategy & Research

### Rekordhohe Ölförderung der größten Produktionsländer

Der deutliche Anstieg der Ölförderung hat zu einem Überangebot am Ölmarkt und einem entsprechenden Ölpreisrückgang geführt.

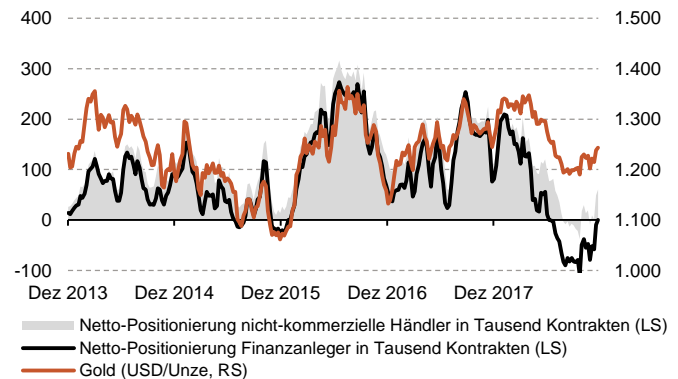


Zeitraum: 01.01.2013-30.11.2018

Quelle: Bloomberg

### Spekulative Positionierung bei Gold ist negativ

Spekulative Finanzanleger haben sich für einen fallenden Goldpreis positioniert und somit zum Preisverfall beigetragen. Hier besteht Erholungspotenzial.



Zeitraum: 17.12.2013-11.12.2018

Quelle: Bloomberg, CFTC

### Wachstumsabschwächung in China belastet Industriemetalle

Der chinesische Einkaufsmanagerindex der Industrie hat sich zuletzt weiter eingetrübt. Da China für 50% der Nachfrage steht, leiden die Industriemetalle.



Zeitraum: 01.01.2014-18.12.2018

Quelle: Bloomberg



## RISIKO-COCKTAIL BELASTET EUROKURS

Über das Jahr 2018 hat sich eine Risiko-Konstellation zusammengebracht, von der die Konjunktur in der Eurozone vergleichsweise hart getroffen wurde. Folglich gab es am Devisenmarkt immer wieder Rückschläge für den Euro. Auch im vierten Quartal stand die Gemeinschaftswährung unter Druck. Von 1,16 US-Dollar je Euro sank der Wechselkurs zeitweilig auf fast 1,12. Insbesondere der Konflikt um die italienische Haushaltspolitik belastete die Gemeinschaftswährung. Das Euro-Comeback verzögert sich weiter, bis sich die Situation um Italien, die Türkei, den Brexit und die Handelspolitik beruhigt hat. Wir erwarten, dass die Konjunktur im Frühling wieder Fuß fasst und somit auch der Euro allmählich wieder steigen wird.

### US-Geldpolitik könnte dem Euro helfen

Von der Europäischen Zentralbank sind im Jahr 2019 keine großen Überraschungen zu erwarten. Nach dem Ende des EZB-Anleihekaufprogramms dürften die Marktzinsen moderat anziehen. Der Leitzins hingegen dürfte noch bis in den Herbst bei 0% bleiben und erst zum Jahresanfang 2020 auf 0,25% steigen. Die Märkte haben diese geldpolitische Zurückhaltung bereits antizipiert. Dagegen könnte die amerikanische Notenbank Fed die Märkte mit einer Geldpolitik überraschen, die weniger restriktiv ausfällt als bisher erwartet. Zudem ist bei den US-Marktzinsen nicht mehr viel Luft nach oben. Von der Zinsseite dürfte der Euro gegenüber dem US-Dollar also etwas Rückenwind erhalten. Insgesamt erwarten wir im ersten Quartal aber noch keine größere Aufwertung, sondern – unter Schwankungen – lediglich kleinere Schritte Richtung 1,16 US-Dollar je Euro.

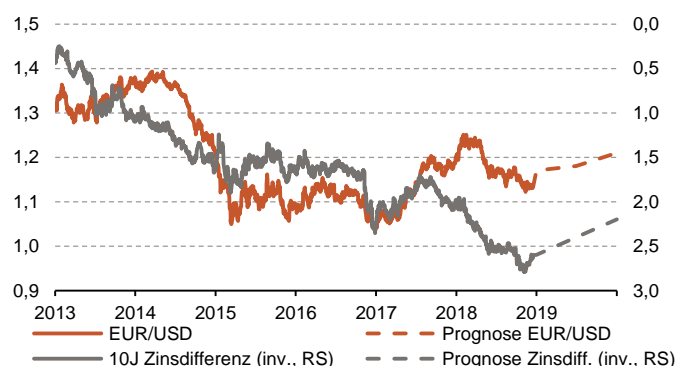
### Schweizer Franken profitiert von Risiken

Der Schweizer Franken macht seinem Ruf als sicherer Anlagehafen alle Ehre. Als die Konjunktur in der Eurozone im Frühjahr 2018 noch rundlief, konnte der Euro erstmals seit Januar 2015 auf 1,20 Franken je Euro steigen. Doch mit der eingetrübten Konjunktur und den sinkenden Aktienkursen schlug wieder die Stunde des Schweizer Frankens. Zeitweilig fiel der Eurokurs bis auf 1,12 Franken je Euro. Die Schweizer Währung dürfte auch Anfang 2019 noch weiter von der fragilen wirtschaftlichen und politischen Situation profitieren. In unserem Basis-Szenario klingen die Krisenherde sukzessive ab und die Dynamik der internationalen Konjunktur nimmt dadurch wieder zu. Folglich würde mit zunehmender Risikobereitschaft Kapital aus dem Franken abfließen. Wir erwarten allerdings, dass der Euro erneut nur mühsam von der Stelle kommt. Eine Rückkehr zur Marke von 1,20 Franken je Euro sehen wir erst Ende 2019.

Dr. Jörn Quitzau, Senior-Economist

### EUR/USD: Euro dürfte von sinkender Zinsdifferenz profitieren

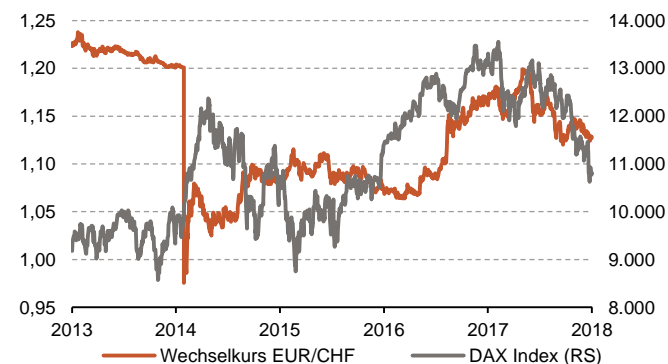
Die Zinsdifferenz (in Prozentpunkten) von 10-jährigen US-Staatsanleihen und 10-jährigen Bundesanleihen dürfte sinken und den Euro unterstützen.



Zeitraum: 01.01.2013-31.12.2019  
Quelle: Bloomberg, Berenberg

### EUR/CHF: schwache Börsen, starker Franken

Mit dem Stimmungsverlust in der Wirtschaft und an den Börsen hat der Franken wieder zugelegt (fallender Eurokurs in der Abbildung).



Zeitraum: 18.12.2013-18.12.2018  
Quelle: Bloomberg

### Wechselkursprognosen

Für den erwarteten Wiederanstieg des Euros müssen zunächst die vielfältigen (politischen) Risiken abklingen.

Wechselkursprognose	Aktuell	17.12.2018		30.06.2019		31.12.2019	
		€	Ø*	€	Ø*	€	Ø*
EUR/USD	1,13	1,18	1,16	1,21	1,20		
EUR/GBP	0,90	0,87	0,88	0,87	0,88		
EUR/CHF	1,13	1,17	1,15	1,20	1,17		
EUR/JPY	128	138	130	142	133		
<b>Veränderung zum Euro (in %)</b>							
USD	-	-3,8	-2,2	-6,2	-5,4		
GBP	-	3,4	2,2	3,4	2,2		
CHF	-	-3,7	-2,0	-6,1	-3,7		
JPY	-	-7,2	-1,5	-9,8	-3,7		

\* Durchschnitt, Konsens per 17.12.2018.  
Quelle: Bloomberg



## INTERVIEW MIT OLIVER BRUNNER

**Herr Brunner, Sie sind Co-Leiter des Portfoliomanagements Multi Asset bei Berenberg. Welche Kundengruppen und Mandatstypen betreuen Sie schwerpunktmäßig?**

Mein Fokus liegt auf dem Management defensiver Anlagestrategien sowohl für konservative, vermögende Privatkunden als auch institutionelle Anleger wie Stiftungen, kirchliche Einrichtungen, Versorgungswerke oder Pensionskassen. Die Entwicklung individueller Lösungen für diese Anleger in Form von Spezialfonds oder -mandaten sowie das Management der Publikumsfonds Berenberg 1590 Stiftung und Berenberg 1590 Total Return Strategie zählen zu meinen Aufgaben. Je nach Strategie wird ein benchmarkorientierter Ansatz, ein Total-Return-Ansatz oder ein auf Stiftungen zugeschnittenes Anlagekonzept verfolgt.

**Über welche Erfahrung verfügt Berenberg bei der Betreuung von Stiftungen?**

Bereits seit vielen Jahren betreuen wir Stiftungen und ähnliche Institutionen in unserem Haus. Dadurch besitzen wir langjährige Erfahrung mit Blick auf die spezifischen Anforderungen bei der Geldanlage, die diese Anlegergruppe von Privatpersonen oder anderen institutionellen Investoren unterscheidet. Dank dieser Expertise können wir Stiftungen umfassend mit maßgeschneiderten Anlagekonzepten betreuen, insbesondere auch bei der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien. Mit unserem Kompetenzzentrum „Stiftungen“ unterstützen wir bei allen Fragen zur Professionalisierung der Geldanlage von Stiftungen und bieten gleichzeitig ein Netzwerk von Experten. Zusätzliche Kontakte und Know-how zu vielen weiteren Fragestellungen für Stiftungen bieten wir unseren Kunden im Rahmen unserer Vortragsreihe „Berenberg Stiftungstalk“.

**Stiftungen unterscheiden sich von anderen Kunden. Was sind besondere Anforderungen bei der Geldanlage?**

Stiftungen streben im Wesentlichen zwei Ziele an: zum einen die Erzielung von ausschüttungsfähigen (ordentlichen) Erträgen zur Finanzierung ihres jeweiligen Stiftungszwecks und zum anderen den Erhalt ihres Kapitalstocks. Zunehmend soll jedoch mit Nachhaltigkeitskriterien bei der Kapitalanlage auch ein positiver gesellschaftlicher Beitrag geleistet werden. Entsprechend den finanziellen Zielen sind Stiftungen typischerweise konservative Anleger mit einem geringen Anteil an risikobehafteten Anlagen und einem Schwerpunkt bei zinstragenden Wertpapieren. Bei der Ertragserzielung stehen häufig ordentliche Erträge, also Zinserträge und Dividenden, im Fokus. Oftmals können nur diese zur Finanzierung von Projekten herangezogen werden, was bei realisierten Kursgewinnen dagegen häufig nicht bzw. nur zum Teil



der Fall ist. Gemeinnützige Stiftungen haben den Vorteil, dass sie von der Einkommenssteuer befreit sind und ihnen die ordentlichen Erträge daher vollumfänglich zur Verfügung stehen. Deshalb haben wir mit Einführung des Investmentsteuerreformgesetzes eine steuerbefreite Tranche unseres Stiftungsfonds aufgelegt, der ausschließlich gemeinnützigen Anlegern vorbehalten ist.

**Das klingt nach einer sehr defensiven Asset-Allokation für Stiftungen. Wie erzielen Sie damit eine auskömmliche Rendite für den Stiftungszweck und den Erhalt des Kapitalstocks?**

In der Vergangenheit konnten Stiftungen mit einer klassisch konservativen Asset-Allokation mit z. B. bis zu 25 % dividendenstarken Aktien eine auskömmliche Rendite bei überschaubaren Risiken erzielen. Diese Zeiten sind leider vorbei. Das Niedrigzinsumfeld hat klassische Rentenanlagen, wie z. B. deutsche Bundesanleihen, unattraktiv gemacht. Neben der Ausnutzung der vorhandenen Spielräume auf der Aktienseite investieren wir in besondere Anleihe-segmente wie Schwellenländeranleihen oder Nachrangpapiere. Aber auch hier bleiben die Ertragsperspektiven sehr limitiert. Ein aktiver Managementansatz ist das Gebot der Stunde: Die Zeiten einer „Buy-and-hold“-Strategie sind vorbei und die Anlagen müssen taktisch aktiv bewirtschaftet werden. Eine sinnvolle Option ist die moderate Erhöhung des strategischen Aktienanteils, da die Dividendenrenditen im Durchschnitt deutlich über den Renditen am Rentenmarkt liegen.

**Wie haben Sie für Ihre Kunden auf das anhaltende Niedrigzinsumfeld reagiert? Hat sich Ihr Produktangebot verändert?**

Die Anleger haben inzwischen größtenteils erkannt und akzeptiert, dass die Renditen aus früheren Jahren ohne eine Erhöhung des Risikos im Portfolio nicht mehr erreichbar sind. Es ist daher

ein eindeutiger Trend zu strukturell höheren Aktienquoten erkennbar, wenngleich diese immer noch weit unter den Levels der US-amerikanischen Stiftungen von Harvard oder Yale liegen. Gleichzeitig wurden wir in unseren Stiftungsstrategien weniger restriktiv bei der Mindestbonität von Anleihen und bei der Fremdwährungsquote. Auf das veränderte Zinsumfeld haben wir reagiert und bieten Stiftungen für ihre jeweiligen Anlageziele nun auch Verwaltungslösungen mit höheren Aktienquoten an, die zugleich unser umfassendes Nachhaltigkeitskonzept verfolgen.

#### **Besitzen Stiftungen die dafür notwendige Risikotoleranz? Wie managen Sie Risiken bei der Kapitalanlage?**

Entweder man geht im Niedrigzinsumfeld Risiken ein oder man erzielt keinen Ertrag – und Letzteres ist nicht wirklich eine Alternative, insbesondere wenn man nach Abzug der Inflation das Kapital erhalten möchte. Wer bereit ist höhere Risiken einzugehen, sollte sich im Vorfeld darüber im Klaren sein, was Risiko bedeutet und ob es zumindest vorübergehend tragbar ist. Denn eines ist klar: Früher oder später kommt die Nagelprobe. Stiftungen sind grundsätzlich für höhere Risiken prädestiniert, denn ein wesentlicher Aspekt der Stiftung ist ja gerade ihr langfristiger Charakter und Anlagehorizont. Andererseits stellen Stiftungen aufgrund des Gebots des langfristigen Kapitalerhalts einen besonderen Anspruch an das Risikomanagement. Auch wenn wir versuchen durch unser aktives Management möglichst wenige Verluste zu realisieren, müssen temporäre Buchverluste aber schon verkraftbar sein. Die Streuung über verschiedene Anlageklassen, Regionen und Emittenten sorgt für eine diversifizierte Portfolioaufstellung. Zusätzlich überwachen wir auf täglicher Basis die Wertentwicklung und das Risiko des Portfolios und nehmen bei Bedarf geeignete Anpassungsmaßnahmen vor.

#### **Welche weitere Expertise bietet Berenberg Stiftungen?**

Alle unsere Stiftungsstrategien und unser Stiftungsfonds berücksichtigen dezidierte Nachhaltigkeitskriterien, um mit nachhaltig agierenden und anpassungsfähigen Unternehmen langfristig attraktive Renditen zu erzielen. Dabei schließen wir Unternehmen aus, die nicht nachhaltig wirtschaften oder in kontroversen Geschäftsfeldern wie z. B. der Rüstungsindustrie aktiv sind. Staaten als Emittenten von Staatsanleihen werden genauso unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten ausgewählt. Wir beschränken uns nicht allein auf den Ausschluss gewisser Investments, sondern versuchen über unsere hauseigene Nachhaltigkeitsabteilung einen gesamtgesellschaftlichen positiven Impact zu erwirken. Wir adressieren beispielsweise Nachhaltigkeitsthemen direkt beim Ma-

nagement von Unternehmen, in die wir investiert sind. Übrigens können im Rahmen von Spezialfonds oder Spezialmandaten auch individuelle Nachhaltigkeitsvorstellungen vereinbart werden. Für Stiftungen mit besonderem Augenmerk auf eine Verlustbegrenzung innerhalb eines Kalenderjahres bieten wir maßgeschneiderte Wertuntergrenzen- oder Total-Return-Konzepte an.

#### **Gibt es abseits von der Anlage in liquide Anlageklassen auch andere Investmentopportunitäten für Stiftungen?**

Wie bereits dargestellt halten wir ein breit diversifiziertes Portfolio langfristig für die optimale Anlagestruktur für Stiftungen. Neben klassischen liquiden Anlagen können auch illiquide Anlagen einen geeigneten Bestandteil des Gesamtvermögens darstellen. Auch in diesem Anlagesegment hat Berenberg umfassende Expertise vorzuweisen, z. B. bei Immobilienbeteiligungen durch unser hauseigenes Real Estate Office oder Beteiligungsinvestments im Bereich Infrastruktur wie z. B. neuen Energien oder Glasfasernetzen. Diese weisen regelmäßig auch die von Stiftungen gesuchten Charakteristika von attraktiven laufenden Erträgen bei hoher Kalkulierbarkeit auf.

#### **KURZVITA**

Oliver Brunner ist Co-Leiter des Bereichs Portfoliomanagement Multi Asset und seit 2007 bei Berenberg tätig. Neben der Verantwortung für defensive und Total-Return-Vermögensverwaltungsstrategien managt der Diplom-Wirtschaftsingenieur Strategien und Fonds für Stiftungen. Er verfügt über eine langjährige Erfahrung und besondere Expertise in der Verwaltung von großen Spezialmandaten und -fonds mit besonderen Anforderungen. Im Jahr 2006 legte er die Prüfung zum Certified International Investment Analyst (CIIA) ab.



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

**Dr. Bernd Meyer | Chefstrategie Wealth and Asset Management**

## AUTOREN

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

Managt den Fonds Berenberg-1590-Ertrag und konzentriert sich inhaltlich auf die Märkte für Unternehmensanleihen

**Matthias Born | Leiter Portfoliomanagement Aktien**

Verantwortet die Anlagestrategie für Aktien des Asset Managements mit dem Fokus auf die Einzeltitelselektion in europäischen Aktien

**Oliver Brunner, CEFA | Co-Leiter Portfoliomanagement Multi Asset**

Verantwortet defensive und Total-Return-Vermögensverwaltungsstrategien und managt Strategien und Fonds für Stiftungen

**Martin Mayer, CEFA | Senior Portfolio Manager Multi Asset**

Managt defensive Multi-Asset-Vermögensverwaltungsmandate und analysiert die Anleihemärkte, insbesondere für Staatsanleihen

**Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management**

Leitet den Bereich Multi Asset und ist zuständig für die Kapitalmarktmeinung des Wealth and Asset Management

**Dr. Jörn Quitzau | Senior Economist**

Analysiert längerfristige Wirtschaftstrends und dabei insbesondere die Entwicklung an den Devisenmärkten

**Robert Reichle, CFA, CQF | Leiter Emerging Markets Selection**

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

**Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt**

Leitet die volkswirtschaftliche Abteilung und analysiert wirtschaftliche sowie politische Trends, die die Vermögensanlage beeinflussen

**Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research**

Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarkt-kommunikation

**Guido Urban, CFA | Senior Analyst Multi Asset Strategy & Research**

Ist zuständig für die Kapitalmarktpublikationen, analysiert Rohstoffe, unterstützt den Investmentprozess und generiert Anlageideen

## WICHTIGE HINWEISE

Bei den hier dargestellten Informationen handelt es sich um eine Werbemitteilung. Es handelt 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 Werbemitteilung genügen diese Informationen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Informationen sollen Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Kapitalanlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass die Inhalte keine individuelle Anlageberatung darstellen. Diese Informationen wurden weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Sie sollten 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 dieser Fonds zu entnehmen

sind. Die Verkaufsunterlagen können in deutscher Sprache bei der Universal-Investment-Gesellschaft mbH und der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden und stehen unter der Internetadresse [www.berenberg.de/fonds](http://www.berenberg.de/fonds) zur Verfügung.

Die vorliegenden Aussagen basieren entweder auf eigenen oder allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand zum Datum der Erstellung dieser Information. Nachträglich eintretende Änderungen können 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 Unterlage zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Stand: 18. Dezember 2018

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