# HORIZONTE

**Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management**

## STABILISIERUNG

Ebben die wesentlichen politischen Risiken weiter ab, erwarten wir eine Stabilisierung der Konjunkturdaten im Laufe des zweiten Quartals.

## ÜBERTREIBUNG

Die Märkte setzen bereits auf eine Zinssenkung durch die Fed in 2020. Es wird aber nur eines geben können: eine Erholung des Wachstums oder eine Zinssenkung.

## UNTERSTÜTZUNG

Anleger sind nicht offensiv positioniert. Das gibt riskanteren Anlagen bei stabileren Konjunkturdaten vorerst Rückenwind – später droht die Sommerschwäche.

Q2 | 2019

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# VORWORT

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

Liebe Leserinnen, liebe Leser,
die Märkte haben im ersten Quartal eine grandiose Kehrtwende hingelegt. Globale Aktien erlebten den besten Jahresstart seit 1991. Der Kollaps der Aktienmärkte im vierten Quartal 2018 und die damit im Markt gepreisten Rezessionsbefürchtungen entpuppten sich zunehmend als Übertreibung. Wohl dem, der zum Jahresende nicht die Nerven verloren hat und an der breiten Erholung seit Jahresstart partizipieren konnte.

Auslöser für die Erholung des Marktsentiments waren nicht die Konjunkturdaten. Diese haben weiter enttäuscht. Sie dürften sich frühestens im zweiten Quartal nachhaltiger stabilisieren. Stattdessen haben Äußerungen der amerikanischen Zentralbank Zinsängste gedrosselt und abnehmende Befürchtungen eines harten Brexits sowie einer harten Landung der chinesischen Wirtschaft Rezessionssorgen deutlich abgemildert.

Mehren sich in den kommenden Monaten die Zeichen einer Stabilisierung des Wirtschaftswachstums, besteht weiteres Potenzial für Aktien. Positionierungs- und Kapitalflussanalysen zeigen mehrheitlich, dass die Marktteilnehmer und Anleger nicht offensiv positioniert sind. Sie dürften bei einer Bestätigung unserer Konjunkturerwartungen ihr Engagement ausbauen.

Trotzdem ist nach dem starken Jahresstart etwas mehr Vorsicht angebracht, denn zunächst einmal müssen sich die Konjunkturdaten nun verbessern. Spätestens mit der Entspannung im Handelskonflikt zwischen den USA und China dürfte sich zudem der Konflikt zwischen den USA und der EU zuspitzen. Und auch das Risiko eines harten Brexits besteht weiterhin. Darüber hinaus wird es mittelfristig nur eines geben können: eine Erholung des Wachstums oder keine weiteren Zinsschritte durch die amerikanische Zentralbank – nicht beides. Die Märkte setzen bereits auf eine Zinssenkung in 2020. Stabilere Konjunkturdaten dürften Befürchtungen zurückbringen, dass die Fed ihren Zinserhöhungszyklus mittelfristig wieder aufnimmt. Zusammen mit steigenden Anleiherenditen könnten diese dann zum Gegenwind für alle Anlagen werden, zumal Bewertungen nun fair, aber nicht mehr günstig erscheinen. Ohne Aufflammen politischer Risiken und mit stabilisierenden Konjunkturdaten dürfte ein positives Marktsentiment vorerst dominieren. 2019 könnte dann ein klassisches Saisonalitätsmuster aufweisen: starker Start mit anschließender Sommerschwäche ab Mai oder Juni („Sell in May …“).

Neben Konjunkturumfeld und Zentralbankpolitik sollten Anleger die veränderte Marktstruktur und die damit einhergehende Veränderung des Marktverhaltens berücksichtigen. Im Insights-Interview ab S. 16 diskutiere ich, was sich verändert hat und welche Anlagestrategien davon profitieren sollten.

Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

## INHALT


Multi-Asset-Strategie — Seite 3
Trotz Zuversicht etwas Vorsicht walten lassen

Volkswirtschaft — Seite 6
Mehr Schwung im Frühling

Aktien — Seite 8
Stabilisierung der Konjunkturdaten notwendig

Anleihen — Seite 10
Risiken hier, Chancen dort

Rohstoffe — Seite 12
Neue Chancen im Jahresverlauf

Währungen — Seite 13
Devisenmärkte beobachten Risikolage

Berenberg Insights — Seite 14
Interview mit Dr. Bernd Meyer

Impressum — Seite 16

# TROTZ ZUVERSICHT ETWAS VORSICHT WALTEN LASSEN

## AUF DEN PUNKT

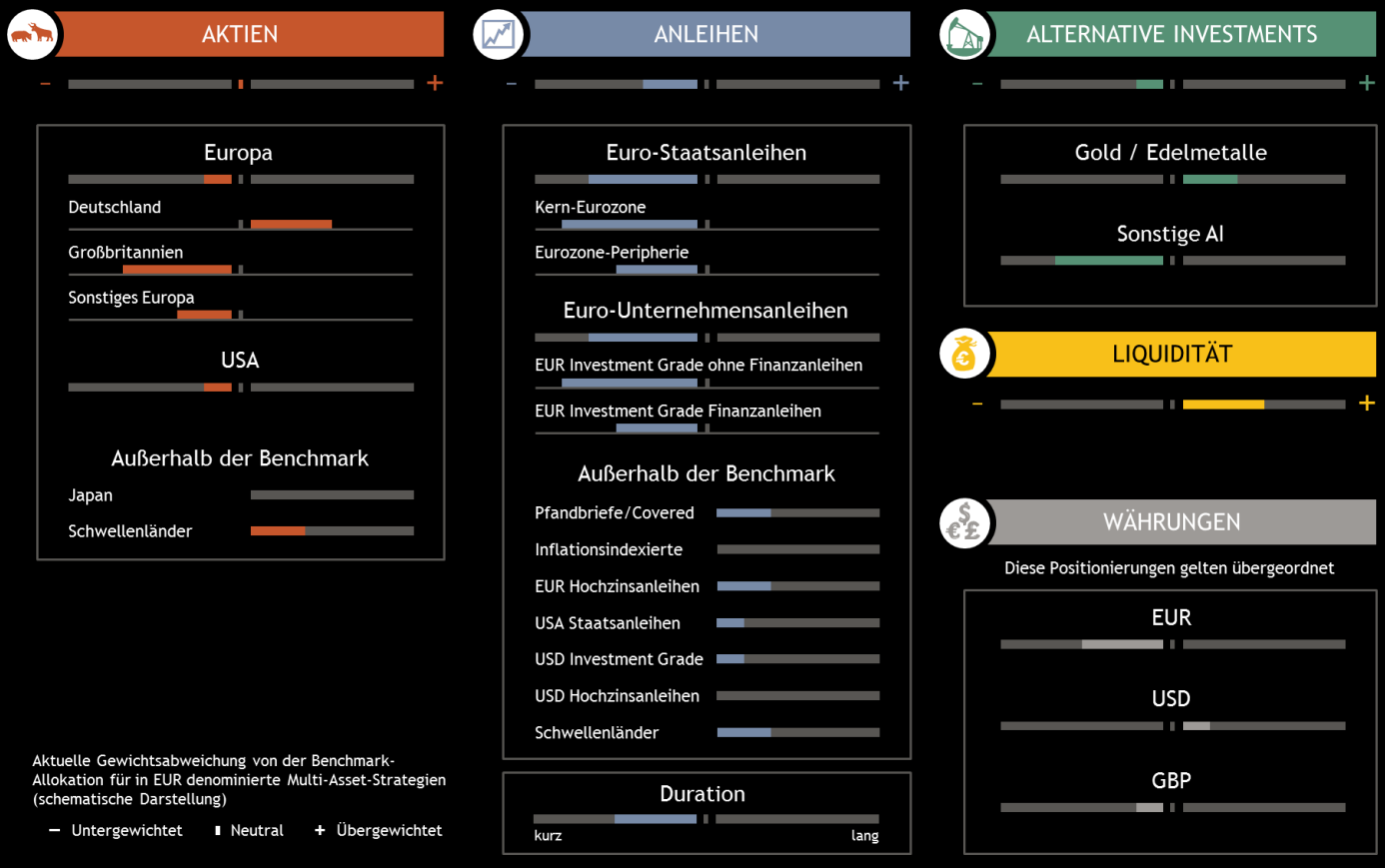
- Nach dem starken Jahresstart an den Märkten sind Zinsängste und Rezessionsbefürchtungen vom Tisch – jetzt müssen sich die Konjunkturdaten stabilisieren.
- Ebben die wesentlichen politischen Risiken ab, erwarten wir eine Stabilisierung der Daten im zweiten Quartal.
- Die vorsichtige Positionierung der Anleger und faire Bewertungen sprechen dann für weiteres Erholungspotenzial.
- Störfeuer wären kurzfristig ein Aufflammen des Handelsstreits zwischen den USA und der EU, ein harter Brexit oder mittelfristig wieder aufkeimende Zinsängste.
- Trotz der Zuversicht für die nächsten paar Monate ist unsere Aktienquote nur leicht übergewichtet und nahe neutral.

### Portfoliopositionierung auf einen Blick

Wir haben im Verlauf des ersten Quartals die Aktienübergewichtung auf nahe neutral gesenkt. Der erhöhte Kassenbestand erlaubt es uns, auf Opportunitäten zu reagieren und die Aktienquote ggf. kurzfristig zu erhöhen. Laufen die Aktienmärkte in den kommenden Monaten ohne große Rücksetzer oder Korrekturen weiter, könnte es ab Mai/Juni zur „klassischen Sommerschwäche“ bei Aktien und Risikoanlagen kommen. Die Aktienquote wäre dann mittelfristig weiter zu senken. Innerhalb von Aktien bevorzugen wir Schwellenländer und Deutschland. Diese Regionen dürften von einer Stabilisierung des globalen Wachstums und einem Abebben des Handelskonfliktes am stärksten profitieren.

Anleihen, insbesondere sicherer Emittenten, bleiben untergewichtet. Bei Anleihen präferieren wir weiterhin Frontier- und Schwellenländeranleihen gegenüber Unternehmensanleihen.

Wir halten an der Goldposition zur Portfolioabsicherung fest. Sie könnte von einem schwächeren US-Dollar profitieren. Nach der starken Entwicklung des Goldpreises seit Dezember ist die Positionierung der Anleger hier aber nicht mehr niedrig und erneut aufkeimende Zinsbefürchtungen könnten Gold belasten.



### Rückblick erstes Quartal – Entspannung auf breiter Front

Die Märkte haben im ersten Quartal eine grandiose Erholungsrally hingelegt. Die Volatilität an den Märkten ist auf das niedrigste Niveau seit Anfang Oktober 2018 gefallen, die Aktienmärkte haben die Niveaus von Mitte Oktober zurückerobert und mit wenigen Ausnahmen, wie beispielsweise beim DAX, (über)kompensieren die Kursgewinne seit Jahresanfang die Verluste in 2018. Fallende Anleiherenditen, ein steigender Goldpreis sowie ein festerer US-Dollar scheinen zunächst nicht zur risikofreudigen Stimmung zu passen. Aber Auslöser für die schnelle Erholung des Marktsentiments waren nicht die Konjunkturdaten. Diese haben weiter enttäuscht. Stattdessen scheinen Zinsängste und Rezessionsbefürchtungen vom Tisch zu sein. So legte die amerikanische Notenbank Fed im Januar eine bemerkenswerte Kehrtwende hin. Sie korrigierte ihre Aussage vom Dezember, das Abschmelzen ihrer Bilanz sei auf Autopilot gestellt und die Zinsen würden weiter erhöht. Es mehren sich gar die Stimmen, dass das Abschmelzen der Bilanz bereits dieses Jahr beendet werden könnte. Auch die EZB agierte im März überraschend zurückhaltend. In China tragen die wirtschaftspolitischen Maßnahmen erste Früchte und mit der voraussichtlichen Verschiebung der Brexit-Deadline ist das Risiko eines Austritts ohne Vereinbarung gesunken. Die Märkte setzen auf ein schwächeres Wachstum, aber keine unmittelbare Rezession.

### Konjunkturdaten sollten sich im zweiten Quartal stabilisieren

Die Konjunkturdaten haben bisher weiter enttäuscht und müssen sich stabilisieren, damit die Markterholung vom Jahresanfang gerechtfertigt ist und Aktien weiteres Potenzial haben. Wir erwarten eine nachhaltigere Stabilisierung der Daten im Laufe des zweiten Quartals. Die chinesische Regierung und Zentralbank haben beispielsweise weiter Stimulierungsmaßnahmen beschlossen. Die Senkung der Mindestreservesätze hat bereits zu einem deutlichen Rückgang des Zinssatzes bei Geschäften zwischen Banken geführt und das Kreditwachstum unterstützt. Der Kreditimpuls in China, die Veränderung der Geschwindigkeit des Kreditwachstums, ist seit Jahresanfang deutlich angestiegen und auch die chinesischen Häuserpreise steigen wieder schneller (obere Abbildung S. 5). Die Stabilisierung sollte sich in den kommenden Monaten in den Wirtschaftsdaten für China zeigen, insbesondere wenn es zu einer Einigung im Handelskonflikt zwischen den USA und China kommt. Auch das Wachstum in Europa sollte sich stabilisieren, insbesondere ohne harten Brexit. Mit dem Auslaufen der Sonderkonjunktur in den USA sollte sich dann die Wachstumsdifferenz zwischen den USA und Europa langsam einengen.

### Nach gutem Jahresstart droht bei Aktien Sommerschwäche

Bei einer Stabilisierung der Konjunkturdaten und ohne starkes Aufflammen politischer Risiken sehen wir weiteres Potenzial für Aktien, denn trotz des guten Jahresstarts sind Anleger derzeit nicht besonders offensiv positioniert und die Bewertungskennzahlen sind weiterhin nicht hoch. So haben Aktienfonds global seit Jahresbeginn starke Abflüsse verzeichnet, die Kassenbestände sind extrem hoch und in vielen Aktienfutures gibt es keine Netto-Long-Positionen von spekulativen Anlegern. Anleger dürften deshalb eher schrittweise ihre Engagements erhöhen, als dass es zu einer „Selling the fact"-Reaktion kommen sollte.

**Starker Jahresstart entschädigt für Verlust in 2018 – alle Anlageklassen außer Kasse mit positiver Entwicklung seit dem Jahresanfang**

| Gesamtrendite | Seit Jahresanfang und in 2018 (in %, in EUR) | 12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR) | | | | | CAGR* | Std.-Abw.* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | YTD (31.12.18-19.03.19)<br>2018 (31.12.17-31.12.18) | 19.03.18<br>19.03.19 | 19.03.17<br>19.03.18 | 19.03.16<br>19.03.17 | 19.03.15<br>19.03.16 | 19.03.14<br>19.03.15 | 19.03.14<br>19.03.19 | 19.03.14<br>19.03.19 |
| Brent | -10,7 / 26,2 | 15,6 | 11,4 | 14,0 | -40,9 | -36,3 | -11,2 | 33,6 |
| Stoxx Europa 50 | -10,2 / 14,5 | 9,0 | -2,2 | 14,7 | -15,5 | 25,8 | 5,4 | 15,4 |
| S&P 500 | 0,4 / 14,5 | 15,8 | 1,2 | 24,4 | -5,4 | 49,9 | 15,6 | 15,8 |
| MSCI EM | -10,3 / 12,1 | -0,8 | 10,9 | 25,4 | -17,2 | 36,2 | 9,2 | 15,6 |
| DAX | -18,3 / 11,6 | -3,5 | 1,0 | 21,6 | -16,4 | 28,3 | 4,9 | 17,6 |
| EM Staatsanleihen | 0,1 / 6,9 | 12,5 | -10,0 | 13,6 | -0,3 | 36,3 | 9,4 | 8,8 |
| Gold | 3,1 / 2,9 | 7,8 | -6,7 | 2,8 | 1,4 | 14,3 | 3,7 | 12,4 |
| EUR Unternehmensanleihen | -1,3 / 2,6 | 1,8 | 2,1 | 2,5 | 0,0 | 7,4 | 2,7 | 1,9 |
| US Staatsanleihen | 6,5 / 1,7 | 12,4 | -13,1 | 4,4 | -3,7 | 35,1 | 5,8 | 8,0 |
| EUR Staatsanleihen | 0,4 / 1,0 | 1,4 | 1,7 | -0,8 | 1,4 | 7,1 | 2,1 | 1,9 |
| USDEUR | 4,7 / 1,0 | 8,7 | -12,9 | 4,9 | -5,4 | 29,8 | 4,0 | 8,4 |
| Eonia | -0,4 / -0,1 | -0,4 | -0,4 | -0,3 | -0,1 | 0,1 | -0,2 | 0,0 |

Zeitraum: 19.03.2014-19.03.2019
Quelle: Bloomberg * CAGR = annualisierte Rendite (in %, in EUR); Std.-Abw. = annualisierte Standardabweichung (in %, in EUR).

Zudem spricht die historische Marktentwicklung in Jahren mit einem starken Jahresstart vorerst für eine Fortsetzung der positiven Entwicklung. Der Index S&P 500 hat in den ersten zwei Monaten dieses Jahres um 11% zugelegt. Seit 1950 gab es neun Jahre, in denen der Index um mindestens 7% und im Schnitt um 11% zulegte (mittlere Abbildung). Historisch setzte sich die positive Entwicklung im März und im zweiten Quartal tendenziell fort.

*„Anleger sind nicht offensiv positioniert. Das gibt bei stabileren Konjunkturdaten Rückenwind."*

Jahre mit sehr starkem Jahresstart neigen aber zur Schwäche im Sommer. Das vierte Quartal zeigte sich historisch dann wieder solider. Und in der Tat, das Bild könnte passen. Spätestens gegen Sommer sollten sich die Konjunkturdaten stabilisiert und die Aktienmärkte dies eingepreist haben. Dann könnten Zinsängste insbesondere mit Blick auf 2020 erneut aufflammen. Da die Märkte in der Zwischenzeit weitere Zinsschritte durch die Fed vollkommen ausgepreist haben und sogar eine gewisse Wahrscheinlichkeit für eine Zinssenkung in 2020 preisen, droht hier Überraschungspotenzial (untere Abbildung).

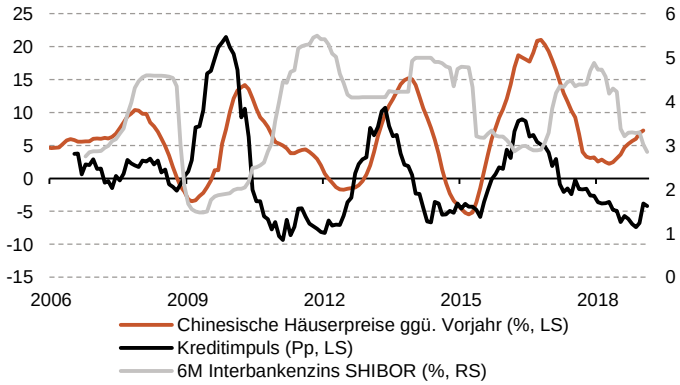
### Steigende Anleiherenditen, schwächerer US-Dollar und Unterstützung für Schwellenländeraktien, -anleihen und Industriemetalle

Auch wenn die realisierte Inflation wegen des schwächeren Wachstums und des geringeren Ölpreises dieses Jahr keinen wesentlichen Effekt auf die Anleiherenditen haben sollte, dürfte die Stabilisierung des Wachstums über steigende Inflationserwartungen und höhere Realzinsen zumindest zu leicht steigenden Anleiherenditen führen. Sichere Anleihen lassen deshalb bis Jahresende keine positiven Gesamtrenditen erwarten und sind im Portfoliokontext nur aus Diversifikationsgründen zu vertreten. Dabei sollten US-Staatsanleihen wegen der höheren Rendite bevorzugt werden, solange die Währungsposition im Portfolio passt und nicht gesichert werden muss, denn der US-Dollar dürfte weiter an Stärke verlieren. Handelsgewichtet scheint der US-Dollar im November letzten Jahres seinen Hochpunkt gesehen zu haben. Engagements in den Schwellenländern, sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen, dürften davon profitieren. Sie würden auch durch eine Stabilisierung des Wachstums in China sowie eine Einigung im Handelskonflikt zwischen den USA und China hinzugewinnen. Auch Industriemetalle dürften in diesem Umfeld ihre positive Entwicklung seit Jahresanfang fortsetzen.

**Dr. Bernd Meyer, Chefstratege Wealth and Asset Management**

### Wirtschaftspolitische Maßnahmen in China tragen erste Früchte

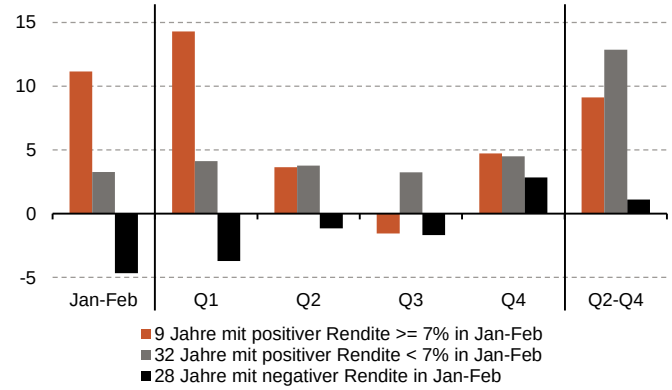
Mit fallenden Zinsen beschleunigt sich das Kreditwachstum in China bereits seit November und die chinesischen Häuserpreise steigen wieder schneller




Zeitraum: 01.01.2006-28.02.2019
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

### Häufig schwacher Sommer nach starkem Jahresstart bei Aktien

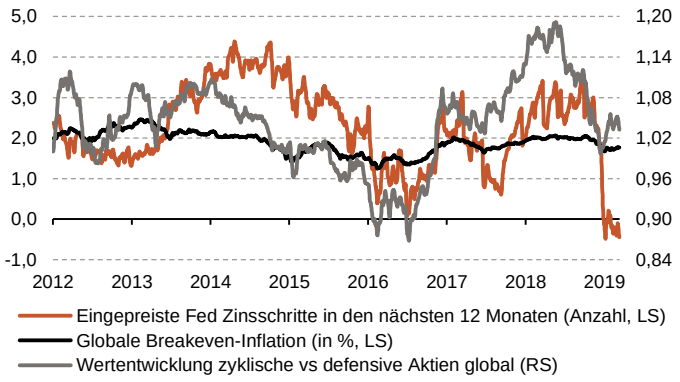
Durchschnittliche Rendite des Index S&P 500 pro Quartal in Abhängigkeit von der Entwicklung in den ersten zwei Kalendermonaten des Jahres seit 1950 (in %)




Zeitraum: 01.01.1950-31.12.2018
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

### Markt übertreibt und setzt auf fallende US-Zentralbankzinsen

Wirtschaftliche Stabilisierung sollte Fed-Zinsbefürchtungen aufflammen lassen. Steigende Inflationserwartungen führen zu Aufwärtsdruck auf Anleiherenditen




Zeitraum: 01.01.2012-19.03.2019
Quelle: Bloomberg, MorganStanley, eigene Berechnungen

# MEHR SCHWUNG IM FRÜHLING

## AUF DEN PUNKT

- Konjunktur: Der graue Winter in Europa und Ostasien ist noch nicht vorüber, Welthandel schwächelt.
- Neuer Schwung im späten Frühjahr, sofern Handelsstreit abflaut und harter Brexit vermieden wird.
- China legt Stimulus auf, Zentralbanken stützen Konjunktur.

### Der graue Winter ist noch nicht vorüber

Eine Serie von politischen Krisen und externen Schocks hat die Konjunktur in Europa und Ostasien aus dem Tritt gebracht. Vor allem die von den USA geschürten Handelsspannungen sowie die Wachstumsschwäche in China lasten auf der Stimmung der Unternehmen. Dazu kommen in Europa die Sorgen vor einem harten Brexit, also einem Ausscheiden Großbritanniens aus der EU am 29. März 2019 ohne Anschlussabkommen. Die weiterhin rückläufigen Geschäftserwartungen in der europäischen Industrie und der aktuelle Rückgang des Handels mit China deuten darauf hin, dass der Abschwung in Europa und Ostasien noch einige Monate dauern wird. Kurzfristig müssen wir uns auf weitere schlechte Nachrichten einstellen.

Nachdem umfangreiche Steuergeschenke den USA 2018 ein Wachstum von 2,9 % beschert hatten, verliert dort die Konjunktur seit Dezember etwas an Schwung. Im verarbeitenden Gewerbe zeigen sich Bremsspuren, die auch auf den Handelsstreit mit China zurückgehen. Allerdings deuten die soliden Zuwächse der Realeinkommen der privaten Verbraucher darauf hin, dass die US-Wirtschaft auch 2019 ein Wachstum von knapp 2,5 % erreichen kann.

### Fortschritte in Sicht

Damit die Konjunktur in Europa und Ostasien wieder mehr Fahrt aufnehmen kann, müssen drei Bedingungen erfüllt sein:

1. Die Handelsspannungen müssen spürbar abnehmen. Dies zeichnet sich ab. Da in den USA mit dem Auslaufen des Fiskalstimulus des Vorjahres die Kosten des Handelsstreits spürbar werden, dürfte der Anreiz für Präsident Donald Trump zunehmen, in diesem Jahr lieber „Deals" abzuschließen, statt mit einer weiteren Eskalation den US-Aufschwung zu gefährden und die Chancen seiner Wiederwahl in 2020 zu vermindern. Die USA und China haben bei ihren Gesprächen offenbar Fortschritte gemacht, die sie möglicherweise bei einem baldigen Gipfeltreffen besiegeln wollen. Der Handelsstreit zwischen den USA und der EU wird sich zwar noch länger hinziehen. Aber wenn sich Trump mit China einigen kann, werden Märkte und Unternehmen vermutlich darauf setzen, dass dies letztlich auch mit der EU der Fall sein wird.
2. China muss seine ausgeprägte Konjunkturschwäche überwinden. Dies dürfte dem Land in Kürze gelingen. Die geld- und kreditpolitischen Schritte von Ende 2018 werden langsam in einer etwas lebhafteren Kreditvergabe sichtbar. Anfang März hat China zudem angekündigt, Steuern zu senken

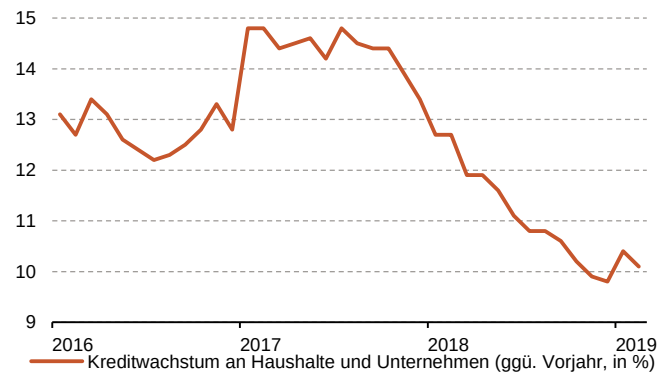
**Eurozone: rückläufige Geschäftserwartungen in der Industrie**

Einkaufsmanagerindex der Industrie (50 = keine Veränderung)

Zeitraum: 01.01.2005-28.02.2019
Quelle: Markit

**Etwas lebhaftere Kreditvergabe in China?**

Kredite an Haushalte und Unternehmen außerhalb des Finanzsektors, jährliche Veränderungsrate in %




Zeitraum: 01.01.2016-28.02.2019
Quelle: PBoC

(um etwa 2% der Wirtschaftsleistung), die Kreditvergabe weiter zu lockern und die Infrastrukturausgaben wieder zu erhöhen. Damit dürfte Chinas Konjunktur bald die Talsohle durchschritten haben.

3. Großbritannien muss den harten Brexit vermeiden. Auch wenn die Risiken erheblich sind und die britische Politik planlos wirkt, ist das Risiko eines abrupten und ungeordneten Ausscheidens aus der EU zuletzt spürbar gesunken. Dem britischen Parlament fällt es zwar schwer, sich beim Brexit auf irgendeine Variante zu einigen. Allerdings zeigen mehrere Abstimmungen, dass eine überparteiliche Mehrheit im Parlament den harten Brexit vermeiden möchte. Jede andere Lösung würde die Lage entspannen.

*„Chinas Konjunktur dürfte bald die Talsohle durchschritten haben"*

Da wir bei diesen drei Bedingungen Fortschritte erkennen können, erwarten wir weiterhin, dass dem grauen Winter der Konjunktur in Europa und Ostasien ein hellerer Frühling folgen wird, auch wenn sich der Beginn dieses Frühlings noch etwas verzögern mag.

### Politische Risiken in der Eurozone

Nachdem Italien vor allem als Folge der politisch bedingten erhöhten Risikoaufschläge in eine Rezession gerutscht ist, wird es seine Haushaltsziele für 2019 weit verfehlen. Aber da in Italien die besonders ausgabefreudigen 5 Sterne an politischem Rückhalt verlieren, stehen die Chancen gut, dass Italien notfalls seine Politik anpassen wird, um so die Gefahr einer Schuldenkrise einzugrenzen. In Frankreich gelingt es Präsident Emmanuel Macron offenbar, den Protest der Gelbwesten einzudämmen, ohne seine wachstumsfördernden Reformen zurückzunehmen.

### Schwenk der Notenbanken

In den USA und Europa nimmt der Lohndruck nur langsam zu. Deshalb sind die Kernraten der Inflation entweder sehr niedrig mit rund 1% in der Eurozone oder im Einklang mit der angestrebten Rate von etwa 2% in den USA. Die Notenbanken können es sich leisten, ihre Politik dem Ausblick für die Konjunktur anzupassen. Nachdem die Fed im Dezember die Märkte mit dem Hinweis verunsichert hatte, ein Teil ihrer Geldpolitik sei auf Autopilot gestellt, hat sie diesen Fehler im Januar korrigiert. Sie legt eine Zinspause ein und wird das langsame Abschmelzen ihrer Bilanz bereits Ende dieses Jahres beenden.

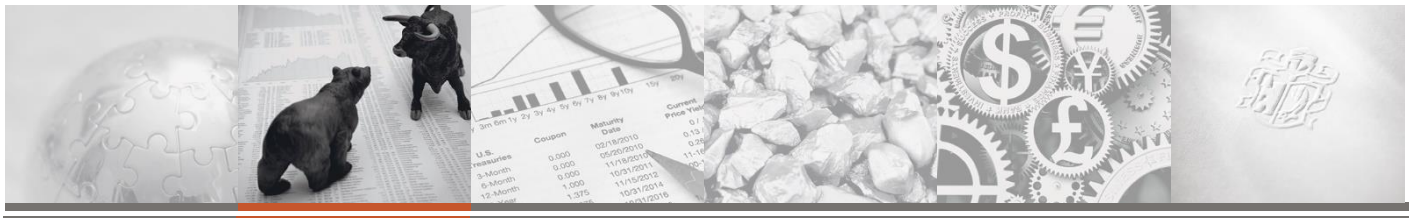
Die EZB hat im März ihre Wachstumsprognose für 2019 spürbar gesenkt (auf die von uns erwarteten 1,1%) und ihre Geldpolitik angepasst. Sie wird den Banken neue großzügige Liquiditätsspritzen anbieten und mindestens bis Ende 2019 statt nur bis zum Ende des Sommers ihre Leitzinsen unverändert lassen. Der Schwenk der Notenbanken grenzt die Abwärtsrisiken für die Konjunktur ein.

**Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt**

### Wachstums- und Inflationsprognosen

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

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.
** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 22.03.2019.
Diese Tabelle wurde per 22.03.2019 aktualisiert und weicht vom Printdokument ab.



# STABILISIERUNG DER KONJUNKTURDATEN NOTWENDIG

## AUF DEN PUNKT

- Negative Gewinnrevisionen haben sich für alle Regionen fortgesetzt, dürften aber bald einen Boden gefunden haben.
- Die Bewertungskennzahlen liegen wieder nahe ihren historischen Durchschnitten. Damit Aktien weiter steigen, müssen die Konjunkturdaten eine Trendwende signalisieren.
- Wir mögen vor allem Schwellenländeraktien, die von einem Auslaufen der USD-Stärke sowie Entspannungstendenzen im Handelsstreit profitieren dürften.

### Globale Aktien haben den stärksten Jahresstart seit 1998 hingelegt

Nachdem im vierten Quartal noch Rezessions- und Zinsängste bei einem Großteil der Anleger vorherrschten, war im ersten Quartal davon wenig zu sehen. Neue Risikobudgets, gepaart mit einer abwartenden Fed, chinesischen Stimulierungsmaßnahmen sowie Entspannungstendenzen im Handelskonflikt zwischen den USA und China, haben zu einer breiten Erholungsrallye geführt. US Small Caps haben seit Jahresbeginn am besten abgeschnitten, gefolgt von europäischen Zyklikern und Small Caps. Aktien, die im vierten Quartal am meisten an Wert verloren haben, erholten sich tendenziell im ersten Quartal am stärksten. Defensive Aktien entwickelten sich hingegen unterdurchschnittlich – ebenso wie deutsche Aktien, die unter hausgemachten Problemen wie in der Automobilbranche leiden. Aktiensegmente wie US Small Caps und defensive europäische Aktien haben im Gegensatz zum DAX ihre 2018er-Verluste bereits wieder aufgeholt.

### Dynamik der negativen Gewinnrevisionen dürfte nachlassen

Die Analysten haben ihre Gewinnschätzungen im Einklang mit den schwächeren Konjunkturdaten zuletzt weiterhin nach unten angepasst, über alle Regionen hinweg. Die globale Wachstumsverlangsamung sowie gestiegene Löhne und Zölle belasten – der Margenhöhepunkt liegt nach unserer Einschätzung hinter uns. Bei fallenden Gewinnmargen und einem durchwachsenen Umsatzwachstum sehen wir die negativen Gewinnrevisionen als gerechtfertigt an und erwarten weiteren Abwärtsrevisionsbedarf bei den europäischen Gewinnschätzungen für 2019. Der Konsensus erwartet für 2019 ein Gewinnwachstum von ca. 9% für europäische Unternehmen. Dies finden wir zu optimistisch.

Positiv zu erwähnen ist jedoch, dass die Dynamik der Abwärtsrevisionen jüngst nachgelassen hat. Beispielsweise wurden die Gewinnrevisionen für Asien/Pazifik ohne Japan in den letzten drei Monaten um 7,4% nach unten genommen, im letzten Monat jedoch „nur" noch um 1,2% nach unten korrigiert. Fiskalpolitische Maßnahmen wie beispielsweise in China dürften jedoch das nominale Wachstum begünstigen. Daher erwarten wir, dass die globalen Unternehmensgewinne in 2019 um ca. 3–5% im Vergleich zum Vorjahr steigen werden. Aktuell liegt die Konsensuserwartung bei rund 4%.

### Bewertungen nun wieder fairer

Durch das Auspreisen von Handels- bzw. handelspolitischen Risiken und von Wachstumssorgen sind seit Jahresbeginn die Bewertungskennzahlen wieder in Richtung ihrer historischen Durchschnitte geklettert. Der Aktienmarkt preist nun keine zeitnahe Rezession mehr ein. Damit die Aktienmärkte jedoch weiter

### Seit dem Jahresstart konnten sich alle Aktienregionen deutlich erholen

| Gesamtrendite | Seit Jahresanfang (YTD) und in 2018 (in %, EUR) | | 12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, EUR) | | | | | KBV* | Div.* | KGV* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | YTD (31.12.18-19.03.19) | 2018 (31.12.17-31.12.18) | 19.03.18 19.03.19 | 19.03.17 19.03.18 | 19.03.16 19.03.17 | 19.03.15 19.03.16 | 19.03.14 19.03.15 | 19.03.19 | 19.03.19 | 19.03.19 |
| Russell 2000 | 16,6 | -6,6 | 9,1 | -0,5 | 34,5 | -16,0 | 39,1 | 1,9 | 1,6 | 24,0 |
| Stoxx Europa Zyklisch | 15,4 | -16,6 | -1,8 | 5,5 | 20,8 | -16,0 | 20,6 | | | |
| MSCI Großbritannien | 15,4 | -9,8 | 11,5 | -3,0 | 11,8 | -14,9 | 27,1 | 1,7 | 4,8 | 13,1 |
| Stoxx Europa Small 200 | 15,1 | -12,9 | 1,5 | 9,1 | 13,4 | -6,4 | 17,3 | 1,9 | 2,9 | 16,3 |
| Stoxx Europa 50 | 14,5 | -10,2 | 9,0 | -2,2 | 14,7 | -15,5 | 25,8 | 1,8 | 4,1 | 14,1 |
| S&P 500 | 14,5 | 0,4 | 15,8 | 1,2 | 24,4 | -5,4 | 49,9 | 3,1 | 2,0 | 17,0 |
| Euro Stoxx 50 | 14,0 | -12,0 | 3,2 | 0,9 | 16,1 | -14,6 | 22,6 | 1,6 | 3,8 | 13,6 |
| MSCI EM Asien | 12,5 | -11,2 | -1,5 | 13,9 | 25,8 | -18,3 | 49,0 | 1,5 | 2,6 | 13,4 |
| MSCI EM Osteuropa | 11,9 | 0,6 | 10,9 | 5,4 | 27,1 | -4,0 | 2,5 | 0,9 | 5,8 | 6,9 |
| Stoxx Europa Defensiv | 11,7 | -1,0 | 16,4 | -3,1 | 7,2 | -10,8 | 25,3 | | | |
| DAX | 11,6 | -18,3 | -3,5 | 1,0 | 21,6 | -16,4 | 28,3 | 1,5 | 3,4 | 12,9 |
| Topix | 7,7 | -10,0 | -1,0 | 3,8 | 23,7 | -11,1 | 51,9 | 1,2 | 2,4 | 13,4 |

Zeitraum: 19.03.2014-19.03.2019
Quelle: Bloomberg * KBV = Kurs-Buchwert-Verhältnis; Div. = Dividendenrendite (%); KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis. Werte basieren auf Schätzungen für die nächsten 12 Monate.

steigen, müssten die konjunkturellen Frühindikatoren eine Trendwende signalisieren. Unsere Volkswirte erwarten, dass die Weltkonjunktur spätestens im zweiten Halbjahr wieder an Fahrt gewinnt, wenn die politischen Risiken abgeebbt sind.

### Schwellenländeraktien präferiert

Wir mögen aufgrund der relativen Attraktivität, eines Auslaufens der US-Dollar-Stärke und des steigenden Wachstumsvorsprungs vor allem Schwellenländeraktien, die auch von einer sich abzeichnenden Annäherung im Handelsstreit zwischen China und den USA sowie den chinesischen Stimulierungsmaßnahmen besonders profitieren dürften. Ferner rechnen wir mit einem Aufholpotenzial Europas gegenüber den USA, weil sich die Wachstumsraten der beiden Regionen in den nächsten Quartalen annähern sollten, nicht zuletzt weil die positiven Effekte der US-Steuerreform in den kommenden Monaten komplett auslaufen sollten. US-Aktien sind zudem höher bepreist. Kurzfristig dürfte jedoch das europäische Aufwärtspotenzial begrenzt sein, weil Donald Trump höchstwahrscheinlich nach einem Deal im Handelsstreit mit China sein Augenmerk auf Strafzölle für Europa legen dürfte. Dies dürfte für eine erhöhte Volatilität sorgen. Allerdings denken wir, dass der Handelskonflikt zwischen den USA und Europa nicht eskalieren dürfte, da beide Seiten ein erhöhtes Drohpotenzial besitzen. Auch die US-Seite hat ein Interesse an einem vorzeigbaren Deal vor den US-Präsidentschaftswahlen im nächsten Jahr.

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

## WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

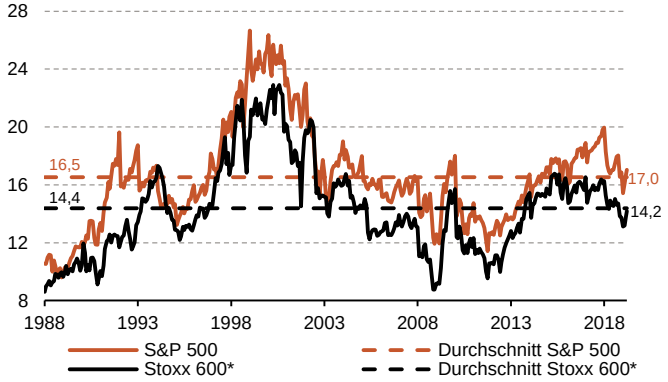
### Verhaltene Ausblicke mit Hoffnung auf Verbesserung in H2

Die europäischen Unternehmensergebnisse des vierten Quartals fielen um einiges konstruktiver aus als allgemein erwartet. Zwei Punkte sind hier besonders hervorzuheben. Erstens fällt die Divergenz zwischen dem starken chinesischen Konsumverhalten und der sich abschwächenden chinesischen Industrienachfrage auf. So konnten Luxusgüterhersteller wie LVMH oder Moncler sowie Spirituosenhersteller zweistellige Umsatzzuwächse erzielen, während beispielsweise Industrieunternehmen teilweise signifikante Einbußen in China zu vermelden hatten. Wir erwarten, dass sich diese Divergenz auch in Zukunft fortsetzen wird. Zweitens sind die Ausblicke für 2019 sehr konservativ. Vor allem für das erste Halbjahr ist die Zurückhaltung groß. Gründe hierfür sind der Handelskrieg, die anhaltende Unsicherheit bezüglich des Brexits sowie die hohen Vergleichswerte des Vorjahres. Interessanterweise erwartet eine Vielzahl unserer Gesprächspartner eine wirtschaftliche Verbesserung im zweiten Halbjahr. Auf die Frage nach dem Ursprung dieses Aufschwungs erntet man jedoch größtenteils Schulterzucken. Im Moment ist hier sicherlich noch Zweckoptimismus maßgebend. Dieser könnte sich als richtig erweisen, wenn die Konjunkturindikatoren nun ihren Boden finden.

**Matthias Born, CIO Aktien**

### Aktien sind nun wieder fair bewertet

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate europäischer und US-Aktien sowie der jeweilige KGV-Durchschnitt seit 1988

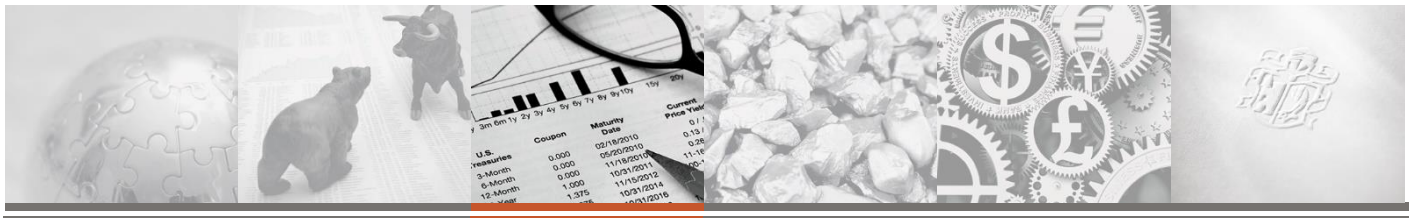



* Für den Stoxx 600 wurde die Historie vor 2000 vom MSCI Europa übernommen.
Zeitraum: 31.12.1987-19.03.2019 Quelle: Bloomberg, Berenberg

### Prognoseübersicht: Europa mit Aufholpotenzial

| | Aktuell | | | Ø* |
|---|---|---|---|---|
| **Indexprognosen** | **19.03.2019** | **31.12.2019** | **30.06.2020** | **In 12 Monaten** |
| S&P 500 | 2.833 | 2.950 | 3.050 | 3.071 |
| DAX | 11.788 | 12.600 | 12.900 | 13.082 |
| Euro Stoxx 50 | 3.409 | 3.500 | 3.650 | 3.713 |
| MSCI UK | 2.113 | 2.200 | 2.300 | 2.307 |
| **Indexpotenzial (in %)** | | | | |
| S&P 500 | - | 4,1 | 7,7 | 8,4 |
| DAX | - | 7,7 | 9,4 | 11,0 |
| Euro Stoxx 50 | - | 2,7 | 7,1 | 8,9 |
| MSCI UK | - | 4,1 | 8,8 | 9,1 |

* Durchschnitt, Konsens per 19.03.2019.
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



# RISIKEN HIER, CHANCEN DORT

## AUF DEN PUNKT

- Prognosen für Renditen sicherer Staatsanleihen im Vergleich zum Jahresbeginn gesenkt, Ertragsaussichten dennoch überwiegend negativ.
- Trotz guten Jahresstarts bleiben wir gegenüber Unternehmens- und Hochzinsanleihen vorsichtig. Nachrangige Finanzpapiere bevorzugt.
- Schwellenländeranleihen sind auch nach erfolgter Erholung attraktiv, wir präferieren das Hartwährungssegment.

### Notenbanken sind nicht genug

„Kein neues Glück für Anleihen?“, fragten wir vor drei Monaten an dieser Stelle. „Doch, ein wenig schon“ könnte die Antwort nach den ersten Monaten des Jahres 2019 lauten, war mit taubenhafteren Zentralbanken immerhin ein das gesamte Anleihesegment beglückender Faktor am Werk. Jenseits dessen jedoch stellen sich die weiteren Chancen für einzelne Segmente am Rentenmarkt durchaus unterschiedlich dar.

### Sicheren Staatsanleihen dürfte bald die Puste ausgehen

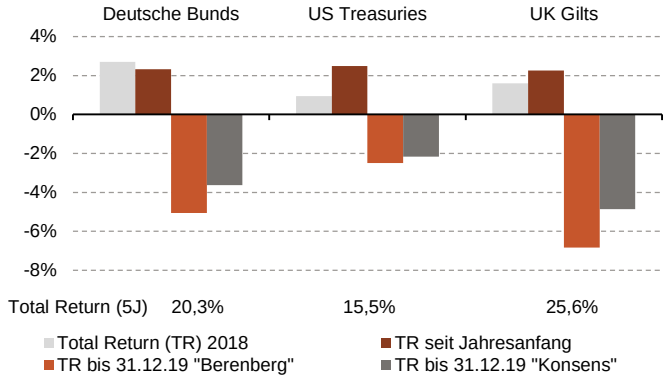
Nach einem überraschend guten und mit positiven Ergebnissen abgeschlossenen Vorjahr trotzen deutsche Bundesanleihen, US-amerikanische Treasuries und britische Gilts auch im bisherigen Jahresverlauf den verbreitet negativen Ertragsprognosen. Obwohl die Risikobereitschaft vieler Marktteilnehmer wieder zugenommen hat, was sich nicht nur am Aktienmarkt, sondern beispielsweise auch an spürbar gefallenen Renditeaufschlägen spanischer, portugiesischer und griechischer Staatspapiere zeigt, bleibt eine hinreichend große Anzahl von Anleiheinvestoren in Halbachtstellung. Ihre Nachfrage nach Top-Bonitäten sorgt dafür, dass bisher sowohl in den USA als auch bei Bundesanleihen und Gilts ein Renditerückgang stattgefunden hat. Das halten wir nicht für nachhaltig. Zwar haben wir unsere Renditeprognosen jüngst gesenkt, doch dürften sichere Staatspapiere aus der Kern-Eurozone sowie aus Großbritannien noch im zweiten Quartal allmählich die Luft unter den Flügeln verlieren. Mit wieder steigenden Renditen rechnen wir ebenfalls in den USA – dort allerdings steht den zu erwartenden Kursverlusten zumindest eine vergleichsweise höhere Grundverzinsung entgegen.

### Unternehmensanleihen: … und es kommt (zunächst) doch anders!

Das Jahr war erst wenige Tage alt, als die Märkte für Unternehmensanleihen die der Konsensus-Erwartung entgegengesetzte Richtung einschlugen und über zahlreiche Segmente hinweg für signifikante Spreadeinengungen sorgten. Trotz zweifelsfrei attraktiverer Bewertungen sind die bisherigen Erklärungsversuche der Marktteilnehmer wenig überzeugend: Unter anderem sollen hohe Kassepositionen institutioneller Investoren zu Jahresbeginn sowie zunehmender Druck auf Leerverkäufer die Rally befeuert haben. Doch haben sich die meisten politischen Risiken bis dato noch nicht in Wohlgefallen aufgelöst. Dementsprechend wundern wir uns über das Ausmaß und die Geschwindigkeit der Bewegung. Wir wollen die anhaltende Erholung nutzen und

**Sichere Staatsanleihen: rote Ampel in Europa, Gelb in den USA**

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




Zeitraum: 22.03.2014-22.03.2019; aktualisiert und abweichend vom Printdokument
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7-10 Jahre, TR)

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

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2019 und zur Jahresmitte 2020

| | 22.03.2019 | 31.12.2019 | | 30.06.2020 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | Aktuell | | ∅* | | ∅* |
| **USA** | | | | | |
| Leitzins | 2,25 - 2,50 | 2,25-2,50 | 2,75 | 2,25-2,50 | 2,75 |
| 10J US-Rendite | 2,44 | 3,00 | 2,96 | 3,05 | 3,03 |
| **Eurozone** | | | | | |
| Leitzins | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,25 | 0,05 |
| 10J Bund-Rendite | -0,02 | 0,60 | 0,45 | 0,80 | 0,54 |
| **Großbritannien** | | | | | |
| Leitzins | 0,75 | 1,00 | 0,95 | 1,25 | 1,15 |
| 10J Gilts-Rendite | 1,01 | 1,90 | 1,68 | 2,10 | 1,81 |

* Durchschnitt, Konsens per 22.03.2019.Quelle: Bloomberg
Diese Tabelle wurde per 22.03.2019 aktualisiert und weicht vom Printdokument ab.

planen, in den steigenden Markt hinein Gewinne zu realisieren, um in einer möglicherweise bevorstehenden Korrektur über Reserven für Kauf-Opportunitäten zu verfügen. Innerhalb des Segments der Unternehmensanleihen bevorzugen wir nachrangige Finanzpapiere. Diese hatten sich – trotz vergleichsweise besserer Kreditprofile – im Jahr 2018 deutlich unterdurchschnittlich entwickelt und besitzen Aufholpotenzial. Zusätzlich sollte diese Anlageklasse von rückläufigen Neuemissionen in Verbindung mit sinkenden Risikoaufschlägen profitieren.

Vorsichtiger positionieren wir uns bei europäischen Hochzinsanleihen, speziell im Ratingbereich BB. Hier haben sich die Risikoaufschläge zwischen Jahresbeginn und Anfang März bereits um rund 110 Basispunkte eingeengt und somit ca. 88 % der negativen Entwicklung des Vorquartals kompensiert.

### Schwellenländeranleihen weiterhin attraktiv

Sowohl in lokaler als auch in Hartwährung denominierte Schwellenländeranleihen konnten sich seit Jahresbeginn nachhaltig von ihren vorangegangenen Verlusten erholen. Die Gründe hierfür waren vielschichtig. Was mit attraktiven Einstiegsniveaus, insbesondere auf der Hartwährungsseite, begann, manifestierte sich in stark ansteigenden Kapitalzuflüssen – darüber hinaus trugen die Entspannungstendenzen im für viele Schwellenländer wichtigen Handelskonflikt zwischen den USA und China zum positiven Momentum der Anlageklasse bei. Einzig der weiterhin starke US-Dollar stört in diesem positiven Gesamtbild, was bis dato hauptsächlich das Lokalwährungssegment beeinflusst. Dessen Erholung hatte jedoch auch bereits im Laufe des vierten Quartals 2018 eingesetzt und somit deutlich früher begonnen als die der Hartwährungspapiere. Relativ zueinander glich sich das Renditeverhältnis der beiden Bereiche durch diese Bewegungen zugunsten von Hartwährungsanleihen an. Mit Blick auf historische Muster allerdings sollten Hartwährungsanleihen künftig wieder deutlich unter ihrem Pendant rentieren, weshalb ihre Bevorzugung im zweiten Quartal sinnvoll erscheint. In den letzten Wochen des aktuellen Quartals zeichnen sich zwar Konsolidierungstendenzen in beiden Segmenten ab, jedoch verwundert dies angesichts der starken Bewegung zuvor wenig. Insgesamt bleiben beide Bereiche weiterhin attraktiv – insbesondere im Vergleich zu anderen Alternativen im Anleihesegment.

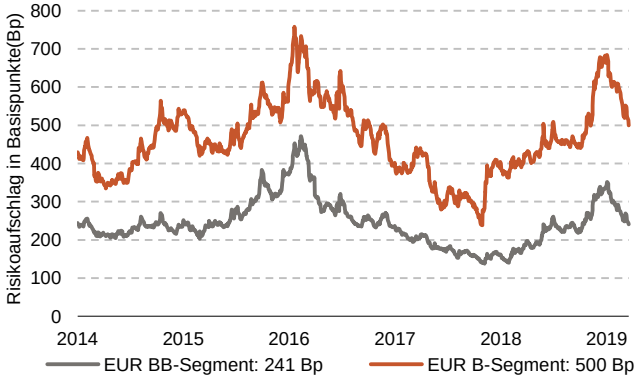
### Fazit: Erträge mit Anleihen? Schwierig, aber nicht unmöglich

Anleihen bleiben vor dem Hintergrund der Erwartung steigender Renditen keine einfache Anlageklasse. Wo sehen wir dennoch Möglichkeiten? In der letzten Ausgabe der „Horizonte“ räumten wir den Schwellenländerpapieren die besten Ertragschancen ein – daran hat sich nichts geändert, der alte Favorit ist auch der neue. Darüber hinaus sehen wir Potenzial im Segment nachrangiger Finanztitel. Europäische Staatsanleihen bester Bonität dagegen dürften einem steigenden Renditeniveau wenig entgegenzusetzen haben und spürbar an Wert verlieren, während US-Treasuries vorbehaltlich der Währungskomponente Aussicht darauf bieten, mit stabilen bis nur leicht negativen Erträgen durch das weitere Jahr zu kommen.

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

### Europäische Hochzinsanleihen: Erholungspotenzial ausgereizt

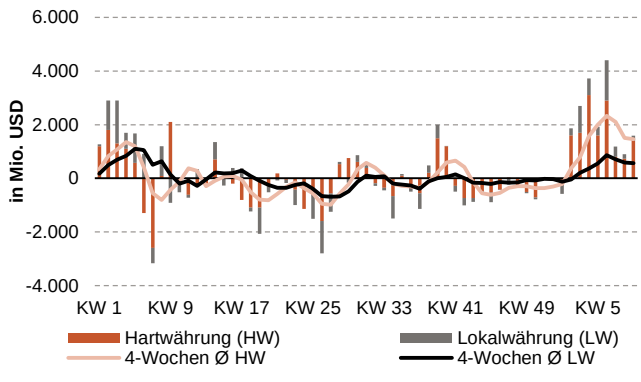
Dem Anstieg der Risikoprämien von 125 bzw. 240 Basispunkten (Bp) im Ratingbereich BB bzw. B im vierten Quartal 2018 folgte zuletzt die weitgehende Erholung



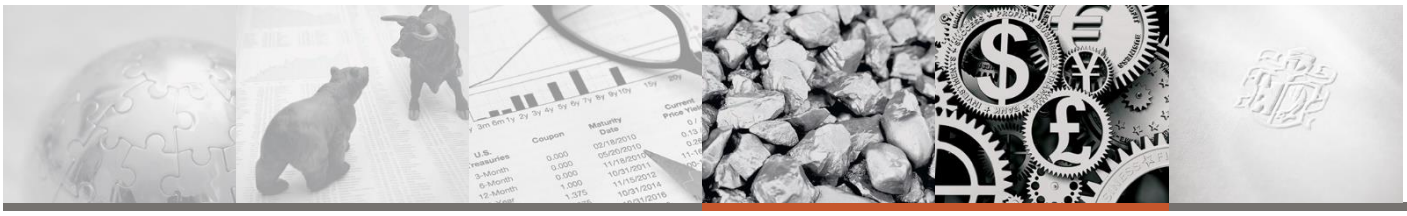

Zeitraum: 01.01.2014-19.03.2019
Quelle: Bloomberg

### Schwellenländeranleihen erfreuen sich positiver Kapitalflüsse

Nach enttäuschenden Zuflüssen im Jahr 2018 beginnt das laufende Jahr vielversprechend. Hartwährungsanleihen profitieren besonders




Zeitraum: 01.01.2018-01.03.2019 (Angabe in Kalenderwochen [KW])
Quelle: J.P. Morgan



# NEUE CHANCEN IM JAHRESVERLAUF

### Die „OPEC+"-Länder steuern erfolgreich den Ölmarkt

Die im ersten Halbjahr geltende Ölförderkürzung der „OPEC+"-Länder von täglich 1,2 Mio. Barrel ist erfolgreich in Kraft. Die Quotenreduktionen wurden zuletzt sogar übererfüllt, insbesondere weil Saudi-Arabien seine Ölproduktion deutlich drosselte. Zusätzlich sank bei den nicht im Kürzungsabkommen eingeschlossenen Ländern Venezuela und Iran die Produktion infolge der US-Sanktionen. Die deutliche Ausweitung der Ölförderung der Nicht-OPEC-Staaten, insbesondere der USA, konnte somit kompensiert werden. Der Ölmarkt scheint mit Blick auf die Entwicklung der Lagerbestände im Gleichgewicht. Zugleich ist jedoch die Positionierung der spekulativen Marktteilnehmer nur moderat long. Deshalb erwarten wir in den kommenden Monaten, insbesondere bei einer Stabilisierung des Wirtschaftswachstums, einen leicht steigenden Ölpreis in Richtung 70 US-Dollar je Barrel. Im zweiten Halbjahr dürften eine Verlängerung der OPEC-Kürzungen und die US-Produktion im Fokus stehen.

### Bei Gold ist der Glanz noch nicht ab

Bis Februar haben Edelmetalle von ETF-Zuflüssen profitiert, trotz eines stabilen handelsgewichteten US-Dollars. Aufgrund der Aktienmarktverluste im vierten Quartal und der anhaltenden politischen Risiken war insbesondere Gold gesucht. Zusätzlich unterstützten eine pausierende US-Geldpolitik und ein sinkender Realzins den Goldpreis. In den letzten Wochen war Gold aufgrund einer höheren Risikobereitschaft der Anleger weniger gesucht, sodass der Goldpreis unter 1.300 US-Dollar je Unze zurückfiel. Wir erwarten bei Gold angesichts der prognostizierten US-Dollar-Abschwächung und einer soliden Nachfrage höhere Kurse. Zusätzlich bleibt Gold als Portfolioabsicherung attraktiv, wenngleich Zinssorgen das Potenzial begrenzen.

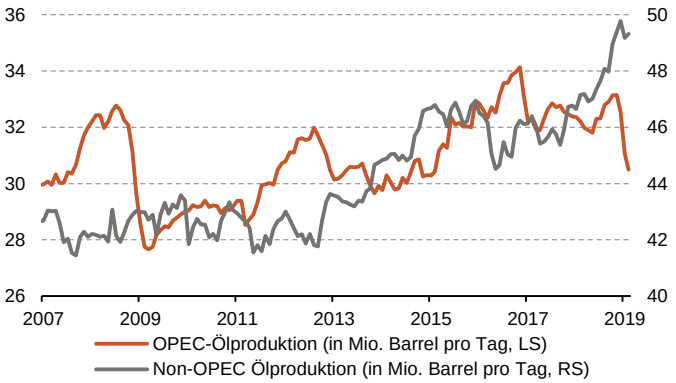
### Industriemetalle dürften im Jahresverlauf attraktiver werden

Mit dem Anstieg zu Jahresbeginn haben Industriemetalle primär positive Faktoren eingepreist: Rezessionsängste haben sich verflüchtigt und eine Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China gilt als ausgemachte Sache. Die Abschwächung des chinesischen Einkaufsmanagerindex der Industrie hat nicht nachhaltig belastet, obwohl China für rund 50 % der weltweiten Industriemetallnachfrage verantwortlich ist. Vielmehr hoffen die Marktteilnehmer, dass der geldpolitische und fiskalische Stimulus der chinesischen Regierung Wirkung zeigt. Kurzfristig hat sich Enttäuschungspotenzial aufgebaut und das Risiko für einen Preisrücksetzer erhöht. Im Jahresverlauf bieten eine Konjunkturbelebung und ein Ende der US-Dollar-Stärke jedoch Potenzial.

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

### OPEC-Förderkürzung verhindert ein Ölüberangebot

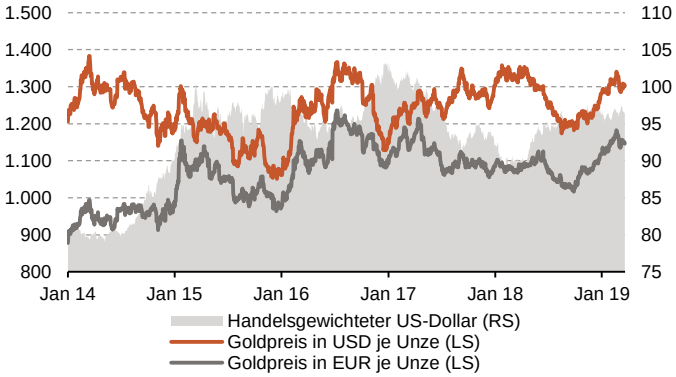
Die OPEC hat ihre Ölfördermenge reduziert, um Produktionsausweitungen der Nicht-OPEC-Länder zu kompensieren und den Markt im Gleichgewicht zu halten




Zeitraum: 01.01.2007-28.02.2019
Quelle: Bloomberg

### Gold dürfte von einem Ende der US-Dollar-Stärke profitieren

Der Goldpreis konnte zu Jahresbeginn dank ETF-Zuflüssen hinzugewinnen. Eine Abschwächung des US-Dollars dürfte Gold im Jahresverlauf weiter unterstützen




Zeitraum: 01.01.2014-19.03.2019
Quelle: Bloomberg

### Industriemetalle haben positive Nachrichten vorweggenommen

Konträr zum chinesischen Einkaufsmanagerindex haben die Industriemetalle ein Ende des Handelskriegs und eine Wachstumsstabilisierung eingepreist

Zeitraum: 01.01.2014-19.03.2019
Quelle: Bloomberg

# DEVISENMÄRKTE BEOBACHTEN RISIKOLAGE

### Währungsschwankungen seit Jahresbeginn begrenzt

Nach wie vor gibt es eine ganze Reihe potenzieller Störfeuer für Konjunktur und Finanzmärkte. An den Devisenmärkten war es im ersten Quartal 2019 angesichts der fragilen Gemengelage erstaunlich ruhig. Nur der starke Schweizer Franken signalisiert eine erhöhte Risikobewertung. Die Schwankungen fallen vergleichsweise gering aus, offenbar befinden sich die Marktakteure im „Wait-and-see"-Modus. Mit „Wait-and-see" ist auch die Geldpolitik der Notenbanken in den USA, Großbritannien und Europa derzeit gut beschrieben. Die eingetrübten Konjunkturdaten zwingen die Notenbanken vorerst zur Zurückhaltung. So brachte auch die letzte EZB-Sitzung am 7. März die Erkenntnis, dass die Geldpolitik noch länger sehr expansiv sein wird.

### Abkühlende US-Konjunktur dürfte den US-Dollar schwächen

Gemischte Konjunkturdaten kommen aus den USA. Zwar überraschten die BIP-Daten für das vierte Quartal 2018 positiv, doch der staatliche Konjunkturstimulus dürfte 2019 nachlassen. Gleichzeitig erwarten wir für die Eurozone zunächst noch schwache Konjunkturdaten, bevor es im Verlauf des Frühjahrs allmählich besser werden kann. Im Ergebnis gibt es kurzfristig weder starke Argumente für den US-Dollar noch für den Euro. Nachdem der Euro zum US-Dollar im Tief bis auf 1,12 gefallen war, sehen wir für den US-Dollar nur noch begrenztes Potenzial nach oben. Es dürfte zunächst unter Schwankungen weiter seitwärts gehen – sofern es keine echten Überraschungen beim Handelskonflikt oder bezüglich der Brexit-Modalitäten gibt. Wenn sich abzeichnet, dass die äußeren Störfaktoren an Gewicht verlieren und die Konjunktur wieder anspringt, könnte der Eurokurs bis zum Ende des zweiten Quartals um einige Cent bis etwa 1,16 US-Dollar je Euro steigen.

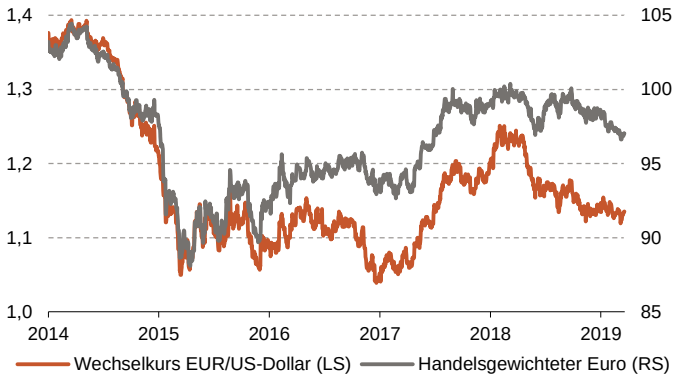
### Devisenmarkt geht auf Distanz zum harten Brexit

Der Devisenmarkt hat sich inzwischen gegen das Risiko eines harten Brexits positioniert. Das britische Pfund hat zuletzt zugelegt und der Euro ist entsprechend schwächer geworden. Seit Jahresbeginn hat der Euro fast fünf Cent verloren. Aktuell notiert der Wechselkurs nahe der Marke von 0,86 Pfund je Euro. Sollte sich der am Markt gehandelte Optimismus bewahrheiten und der Brexit ohne Austrittsabkommen wird abgewendet, dürfte das Pfund noch etwas Luft nach oben haben. Kommt es aber überraschend doch noch zum harten Brexit, ist die Fallhöhe für das Pfund inzwischen beträchtlich. Zwischen Euro und Pfund droht dann die Parität. Steht der Tag der Entscheidung bevor oder wird die Entscheidung vertagt?

**Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist**

### EUR/USD: Euro weiterhin schwach

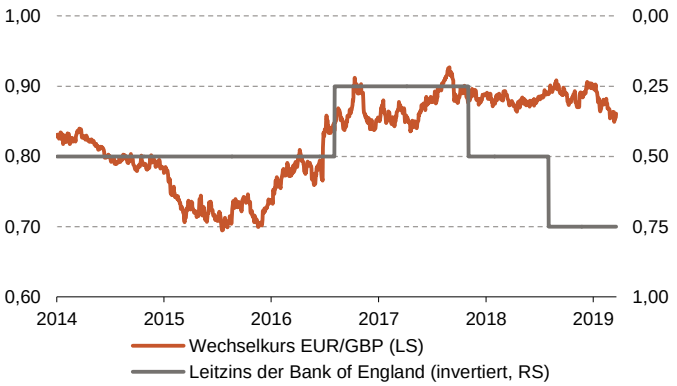
Die eingetrübte Konjunktur und die politischen Risiken belasten den Eurokurs. Folgt im Frühjahr die Wende?




Zeitraum: 01.01.2014-19.03.2019
In US-Dollar; handelsgewichteter Euro in Punkten. Quelle: Bloomberg

### EUR/GBP: Brexit-Gefahren gebannt?

Lange Zeit ging es für das britische Pfund volatil seitwärts. Im ersten Quartal 2019 machte sich Hoffnung auf einen weichen Brexit breit



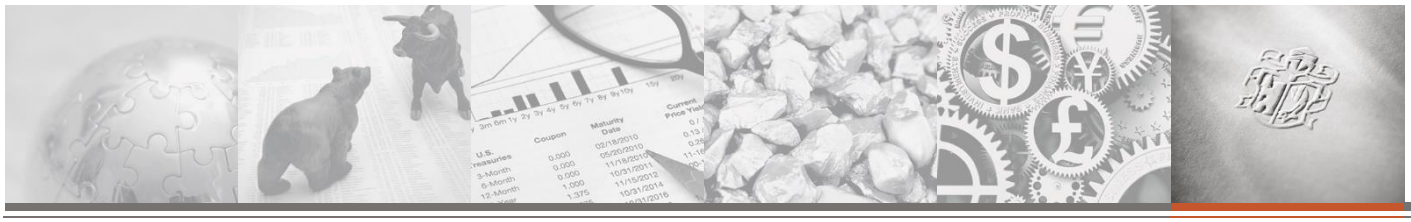

Zeitraum: 07.03.2014-19.03.2019
Wechselkurs in GBP, Leitzins in %. Quelle: Bloomberg

### Wechselkursprognosen

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

| | 19.03.2019 | 31.12.2019 | | 30.06.2020 | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Wechselkursprognose** | **Aktuell** | | **∅*** | | **∅*** |
| **EUR/USD** | 1,14 | 1,20 | 1,17 | 1,21 | 1,18 |
| **EUR/GBP** | 0,86 | 0,83 | 0,85 | 0,83 | 0,85 |
| **EUR/CHF** | 1,13 | 1,19 | 1,15 | 1,20 | 1,16 |
| **EUR/JPY** | 126 | 134 | 126 | 136 | 128 |
| | | | | | |
| **Veränderung zum Euro (in %)** | | | | | |
| **USD** | - | -5,4 | -3,0 | -6,2 | -3,8 |
| **GBP** | - | 3,1 | 0,7 | 3,1 | 0,7 |
| **CHF** | - | -4,7 | -1,4 | -5,5 | -2,2 |
| **JPY** | - | -5,6 | 0,4 | -7,0 | -0,8 |

* Durchschnitt, Konsens per 19.03.2019.
Quelle: Bloomberg



# INTERVIEW MIT DR. BERND MEYER

**Herr Dr. Meyer, das vergangene Jahr war ein besonders herausforderndes Jahr für Multi-Asset-Anleger. Woran kann man das Ihrer Meinung nach festmachen?**

Nur wenige Anlageklassen haben es geschafft, im Jahr 2018 eine positive Gesamtrendite zu erwirtschaften. Der Anteil von Anlagesegmenten mit positiver Rendite war sogar geringer als 2008, dem Jahr der Finanzkrise. Je nach Maß muss man bis in die Achtziger- oder gar Sechzigerjahre zurück, um ein vergleichbar schwieriges Jahr zu finden. Mit anderen Worten, im letzten Jahr gab es kaum Chancen für Multi-Asset-Anleger, eine positive Rendite zu erwirtschaften. Außerdem gab es überraschend viele abrupte, scharfe Marktbewegungen, die Fluch und Segen zugleich sind. Einerseits bieten sich Chancen für opportunistische Anleger, anderseits ist das Timing für Investitionen sehr schwierig.

**Herr Meyer, was sind die Gründe für diese Marktsituation? Müssen sich Anleger darauf einstellen, dass das Marktumfeld so herausfordernd bleibt?**

Ich denke, es treffen aktuell drei strukturelle Entwicklungen aufeinander, die in Kombination zu dem herausfordernden Marktumfeld führen. Mit dem Auslaufen der Anleihekäufe durch die Zentralbanken endet die allgemeine Vermögenspreisinflation der letzten zehn Jahre. Zudem haben Anleger angesichts niedriger oder gar negativer Zinsen ihr Verhalten und ihre Positionierung verändert – die Nachfrage nach riskanteren und höher rentierlichen Anlagen stieg stetig an. Zu guter Letzt hat die verschärfte Regulierung der Banken in diesem Umfeld die Liquidität an den Märkten verändert. Diese Entwicklungen werden sich sicherlich in den nächsten Jahren nicht unmittelbar umkehren. Abrupte, scharfe Marktbewegungen dürften weiterhin vermehrt auftreten. Auslöser können politische Risiken (Brexit, Handelskrieg etc.), sentimentbezogene Faktoren, technische oder fundamentale Gründe sein. Auch in den kommenden Monaten rechnen wir mit vermehrten Volatilitätsspitzen, ausgelöst beispielsweise durch Einkaufsmanagerindizes nahe der 50er-Marke, die je nach Stimmung der Finanzakteure Wachstumshoffnungen und Rezessionssorgen nach sich ziehen können.

**Da müssen wir jetzt nochmals nachfragen. Inwiefern haben sich denn das Verhalten und die Positionierung der Anleger verändert?**

Mit fallenden Anleiherenditen mussten Anleger zunehmend andere Risiken eingehen, um ein Portfolio mit einer noch akzeptablen erwarteten Rendite zu konstruieren. Beispielsweise wurde die Aktienpositionierung erhöht oder sichere Staatsanleihen durch Unternehmens- bzw. Schwellenländeranleihen ersetzt. Multi-Asset-Portfolios sind damit im Schnitt risikobehafteter

geworden, die Diversifikation in den Portfolios ist weniger effektiv. Zudem ist die Absicherungsfunktion von beispielsweise Bundesanleihen in den letzten Jahren stetig gefallen. Da die 10-jährigen Renditen schon nahe der null Prozent handeln, bieten diese Anleihen im Risikofall nicht mehr denselben Schutz wie vor der Finanzkrise. Im Krisenfall fallen die Renditen tendenziell nicht mehr so stark und damit steigen die Anleihen weniger. Darunter haben im letzten Jahr alle Multi-Asset-Produkte im Markt gelitten. Eine Konsequenz ist, dass auch Multi-Asset-Anleger nun in fallenden Märkten eher Risiken abbauen und vice versa. Das verstärkt Marktbewegungen in beide Richtungen.

**Ist es in diesem Umfeld nicht ratsam, dem Aspekt der Risikobegrenzung im Portfolio mehr Bedeutung zukommen zu lassen?**

Auf den ersten Blick liegt dies nahe und in der Tat haben Strategien mit Zielvolatilität oder Risikoparität in den letzten zehn Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen. Aber diese Strategien machen letztlich alle genau das Gleiche. Steigt die Volatilität in einer Anlageklasse, wird diese Anlageklasse abgebaut. Steigen alle Volatilitäten, wird alles reduziert. Das ist im Endeffekt eine trendverstärkende, prozyklische Vorgehensweise, die letztlich das aktuelle Marktumfeld mit wiederkehrenden, scharfen Korrekturbewegungen erzeugt. Daneben haben mit Short-Volatilität-Strategien und reinen Momentumstrategien wie beispielsweise CTAs weitere trendverstärkende Strategien an Einfluss gewonnen. Und mit der zunehmenden Bedeutung von Robo-Advisern dürfte es nicht besser werden, denn diese fallen wegen ihrer systematischen Strategien zur Asset-Allokation in der Regel auch in diese Kategorien. In diesem Umfeld macht es aus meiner Sicht mehr Sinn, opportunistischer zu agieren und sich bei entspre-

chender Überzeugung und fundierter Meinung auch mal gegen den Markttrend zu stellen oder zumindest nicht auf jeden Trend aufzuspringen. So hatten wir beispielsweise die scharfe Korrektur im Februar 2018 gewinnbringend zur Erhöhung der Aktienallokation in unseren Multi-Asset-Strategien genutzt. Das Timing gelingt jedoch nicht immer, selbst wenn die der Entscheidung zugrunde liegende Überzeugung letztlich richtig ist. So haben wir nach der Oktober-Korrektur im November zu früh die Aktienpositionierung in unseren Multi-Asset-Strategien ausgebaut, weil wir die Rezessionssorgen mancher Marktteilnehmer als übertrieben angesehen haben. Die Erholungsrallye kam allerdings erst im Januar.

*„Wir haben unsere Multi-Asset-Strategien entsprechend in den letzten Monaten noch diversifizierter aufgestellt."*

Wichtig ist in diesem Umfeld, ein besonderes Augenmerk auf die Diversifikation zu legen, selbst wenn auch diese in den letzten Jahren aufgrund eines zunehmenden Gleichlaufs der meisten Anlagen weniger gut funktioniert hat. Diversifikation funktioniert so richtig eigentlich nur noch mit sicheren Staatsanleihen, Gold und Kassenhaltung. Wir haben unsere Multi-Asset-Strategien entsprechend in den letzten Monaten noch diversifizierter aufgestellt.

**Sie sind nun seit Oktober 2017 Chefanlagestratege von Berenberg und im Wealth and Asset Management zuständig für Multi-Asset-Strategien. Wie reagieren Sie in Ihrem Bereich auf das veränderte Marktumfeld?**

In diesem Umfeld ist eine fundierte Marktmeinung extrem wichtig, um Marktbewegungen, die von systematischen Anlagestrategien getrieben sind, von fundamental gerechtfertigten Bewegungen unterscheiden zu können. Denn nur mit entsprechenden Überzeugungen ist es sinnvoll, sich gegen Trends zu stellen. Zudem müssen Risiken, das Marktsentiment sowie Maße für die Positionierung von Anlegern kontinuierlich beobachtet werden. Diese Informationen bieten eine solide Basis für unseren Entscheidungsprozess, sowohl bei notwendigen Ad-hoc-Entscheidungen als auch in den regelmäßigen Investment- und Asset-Allokation-Komitees. In diesem Bereich haben wir uns deutlich verstärkt. Unsere Kapitalmarktmeinung kommunizieren wir transparent und zeitnah mit unseren Publikationsreihen „Horizonte" samt monatlichem „Horizonte Handout" und „Berenberg Märkte". Der zweiwöchentliche „Berenberg Märkte – Monitor" erlaubt Anlegern einen detaillierten Einblick in das aktuelle Marktgeschehen. Alle Publikationen können auf der Berenberg-Website angesehen oder auch als regelmäßige Newsletter abonniert werden.

**Haben Sie auch Ihre Strategien angepasst oder neue Strategien gestartet, die vom aktuellen Marktumfeld profitieren sollten?**

In Multi-Asset-Strategien mit Benchmark setzen wir als aktiver Manager unsere Kapitalmarktmeinung deutlich und entscheidungsstark um, auch antizyklisch und abseits der Benchmark. Wir sind überzeugt, dass man nur so langfristig ein besseres Ergebnis als die Benchmark erzielen kann. Passend zum Umfeld haben wir im vergangenen Jahr zudem zwei neue Fonds mit hohen Freiheitsgraden gestartet, die losgelöst von einer Benchmark investieren und einen mittelfristigen Total-Return-Charakter besitzen. Zum einen den Berenberg Global Bond Opportunities Fonds, der flexibel im Segment der Anleihen investiert. Zum anderen den Berenberg Variato Fonds, einen chancenreichen Multi-Asset-Fonds mit den besten Ideen der Berenberg-Plattform. In diesem Fonds werden strategische Positionen in langfristig aussichtsreichen Kapitalmarktsegmenten um Themeninvestments und opportunistisch-taktische Positionen ergänzt. Beim Berenberg Variato bin ich selbst der leitende Fondsmanager, unterstützt durch Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research, und Henning Gebhardt, Leiter Berenberg Wealth and Asset Management.

## KURZVITA

Dr. Bernd Meyer ist Chefstratege des Wealth and Asset Management und für die diskretionären Multi-Asset-Strategien von Berenberg zuständig. Zu ihnen gehören auch die Vermögensverwaltungsmandate. Dr. Meyer war zunächst Leiter der Europäischen Aktienstrategie bei der Deutschen Bank und baute ab 2010 das globale Cross-Asset-Strategie-Research bei der Commerzbank auf. Dr. Meyer wurde mehrfach ausgezeichnet. So rangierte er mit seinem Team beim renommierten Extel Survey in den Jahren 2013 bis 2017 jeweils unter den besten drei Multi-Asset-Research-Teams weltweit. Zudem ist er Chartered Financial Analyst (CFA) und Gastdozent für „Empirische Kapitalmarktforschung" an der Universität Trier.

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

**Dr. Bernd Meyer | Chefstratege 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

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

**Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstratege 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 Kapitalmarktkommunikation

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

Stand: 22. März 2019

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
multiasset@berenberg.de