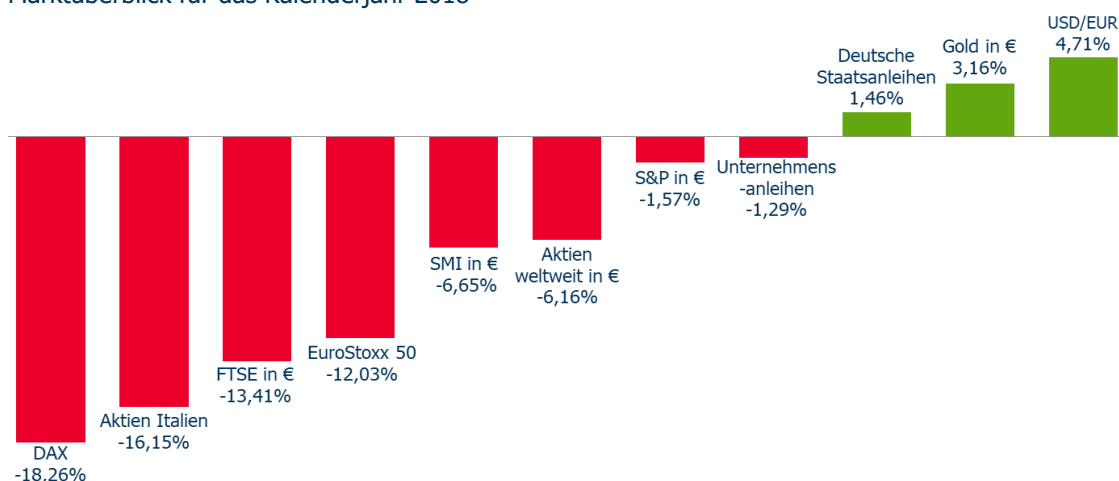


## 1. Überblick

Ein herausforderndes Jahr 2018 liegt hinter uns. Die globale Konjunktur überschreitet ihren Höhepunkt und die Unterstützung der Notenbanken läuft aus. Einzig die USA, die in diesem Jahr eine Sonderkonjunktur aufgrund einer schuldenfinanzierten Steuerreform genießen konnte, entzieht sich - zumindest bis Oktober - der Gesamtmarktentwicklung. Die Welt befindet sich in einem radikalen Umbruchprozess. Planbarkeit war gestern. Inzwischen sind wir ständig neuen Überraschungen ausgesetzt, bei der die politische Lage der größte Unsicherheitsfaktor bleibt. So bezeichnet die Trump-Administration Europa im Juli 2018 öffentlich als „Feind“, der geschwächt werden muss. Der Ton in der Welt wird also rauer und auch die finanzpolitischen Machtachsen erfahren Veränderungen. Europa sollte möglichst schnell erwachsen werden und die eigenen - zweifellos nicht kleinen - Probleme lösen, um in einem solch dynamischen Umfeld als Einheit aufzutreten und sich nicht von den anderen großen Wirtschaftsregionen abhängen zu lassen. Zentral dafür ist die Vertretung europäischer Interessen innerhalb des politischen Raumes, um wieder mehr Zustimmung der Europäer für Europa zu bekommen und somit auch den aufkommenden Populismus zu bekämpfen. Ziel für Europa sollte die Rolle des Mediators zwischen den großen Mächten USA, China und Russland sein, um unabhängig und frei mit allen Ländern weiterhin gute und nachhaltige Geschäfte machen zu können. In der Vergangenheit war eine gute Wirtschaftspolitik auch immer eine gute Friedenspolitik, die Wohlstandssteigerungen, Freiheit und Zukunftsperspektiven zur Folge hatte. Dieses Ansinnen steht im klaren Widerspruch zu den Ideen der aktuellen Trump-Administration. Die Zeit des Umbruchs sollte Europa als Chance betrachten, um sich neu aufzustellen und seine eigene Position zu suchen, da die Zukunft ansonsten an Europa vorbeiziehen wird.

Europa muss sich in einer unsicheren Welt bewähren.

### Marktüberblick für das Kalenderjahr 2018



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Dieses erscheint umso wichtiger, da für 2019 ein stagnierendes oder gar rückläufiges Wirtschaftswachstum, eine abnehmende Liquiditätsbereitstellung der Notenbanken, zunehmende (geo-) politische Spannungen und eine deutliche Verschuldungsaufnahme privater wie auch öffentlicher Haushalte zusammenkommen könnten. Die generelle Perspektive für das Jahr 2019 sieht aus heutiger Sicht eher belastend aus.

Für die Finanzmärkte bedeutet dieses komplexe Umfeld eine ernsthafte Herausforderung. Neben einem schwächeren makroökonomischen Umfeld müssen negative monetäre Impulse verarbeitet und drohende Risiken aus der (Geo-) Politik weggesteckt werden. Gerade Europa wird mit dem unklaren BREXIT, sowie dem Gefährdungspotential aus Richtung Italien für die EU und dem Euro weiteren ernstzunehmenden Unsicherheitsfaktoren ausgesetzt bleiben.

Somit ist eine stark zunehmende Volatilität, die in einzelnen Märkten und Sektoren auch scharfe Korrekturen mit sich bringen könnte, nicht ausgeschlossen. Im günstigsten Fall geschieht diese Anpassung schnell im Jahr und eröffnet in der Folgezeit gute Einstiegschancen. Im weniger guten Szenario dauert der Anpassungsprozess über das Jahr 2019 hinaus an und führt zwischenzeitlich zu weiteren Korrekturschüben. Ein wesentlicher Richtungswechsel könnte durch ein Aussetzen der Zinserhöhungspolitik durch die FED ausgelöst werden, die allerdings derzeit noch keine Veranlassung dafür sieht. Auch eine längere Atempause im Handelskrieg der USA mit China würde den Märkten wieder Luft zum Atmen geben.

Komplexes Marktumfeld trübt Perspektive für 2019 ein.

## 2. Unsere Einschätzungen für 2019

- Weltwirtschaftswachstum nimmt aufgrund des sich zuspitzenden Handelskonflikt der USA mit China weiter ab - ein weltweit weiter niedriges, allerdings leicht ansteigendes, Zinsniveau wird angenommen - die global hohe Verschuldung steigt weiter deutlich an.
- Die Politik (gerade in den USA) wird weiter entscheidenden Einfluss auf das Weltwirtschaftsgeschehen nehmen - die Planbarkeit ist allerdings schwierig geworden.
- Die FED wird ihre Zinserhöhungspolitik (vermutlich weitere zwei Schritte in 2019) und Bilanzverkürzungen - in Form von Anleiheverkäufen - vorerst beibehalten. Ein Wechsel Mitte / Ende des Jahres ist wahrscheinlich.
- Die Anzahl der globalen Brandherde hat weiter zugenommen: Ukraine Konflikt, nukleare Aufrüstung der USA, Iran, Nordkorea und der aufkeimende China-Taiwan Konflikt.
- Die EZB erhöht frühestens im zweiten Halbjahr die Zinsen - das Anleihekaufprogramm wurde teilweise beendet, ihr vorsichtiges Vorgehen spiegelt die vielen Unsicherheiten in der Eurozone wider.
- Chinas Zollstreit mit den USA wird intensiver und belastet viele Branchen des Welthandels - ganz besonders exportstarke Länder. Die Handelsstreitigkeiten der USA mit Europa können jederzeit wieder aufflammen.
- In Europa erwarten wir abnehmende Wachstumsraten - Risiken durch den BREXIT im ersten Quartal schwierig einzuschätzen - Italien bleibt als Risikofaktor weiter existent.
- Starke Schwankungen an den Zins- und Aktienmärkten werden auch in 2019 die Anleger begleiten. Risiken sehen wir besonders in hochbewerteten US-Technologieindizes. Chancen, besonders auf der Bewertungsseite, werden durch Schwankungen entstehen, die es zu nutzen gilt.

Anleihen: Schafft die EZB überhaupt den Ausstieg aus der Negativzinspolitik? Es bleibt wenig Raum für steigende Zinsen in 2019, allerdings sind steigende Refinanzierungskosten für Unternehmen aufgrund höherer Risikoprämien wahrscheinlich. Höhere taktische Liquidität erscheint sinnvoll.

Aktien: Die Gewichtung bleibt unterdurchschnittlich und die Branchenauswahl defensiv. Aktuell überwiegen die defensiven Branchen Gesundheit und Ernährung & Agrar. Sollte ein weiterer Ausverkauf an den Märkten stattfinden, werden wir unter Bewertungsaspekten taktisch erste Positionen aufbauen. Strategische Käufe würden erst nach einer Entspannung im Handelskonflikt der USA mit China oder bei einer Änderung der FED-Politik makroökonomisch unterstützt sein.

Substananzlagen: Eine strategische Goldposition als „Risiko-Hedge“ erscheint in diesen Zeiten angebracht und sollte ein langfristig fester Bestandteil der Portfolios bleiben.

Währungen: Die historisch hohe Zinsdifferenz zwischen USA und Deutschland sollte sich wieder angleichen. Ergänzt durch konvergierende Wachstumsraten in der USA und im Euroraum, allerdings auf tieferem Niveau, sprechen diese Faktoren für ein Auslaufen der USD-Stärke. Wir erwarten im Jahresverlauf einen Wechselkurs von mindestens 1,20 USD pro Euro.

## 3. Einflussfaktoren für die Kapitalmärkte

Folgende vier Kernfelder werden die weltweiten Kapitalmärkte unserer Meinung nach besonders beeinflussen:

- 1) Weltwirtschaft - wächst, kühlt sich aber spürbar ab
- 2) Handelskrieg - macht Wirtschaft zu schaffen und erhöht geopolitische „Event-Risiken“
- 3) Globale Notenbanken - werden vom Retter zum Belastungsfaktor
- 4) Weltweite Verschuldung - Hohes Niveau könnte im Abschwung zum Problem werden

#### 1) Weltwirtschaft - wächst, kühlt sich aber spürbar ab

Der Höhepunkt des weltweiten wirtschaftlichen Aufschwungs wurde 2018 überschritten. In 2019 wird die Wachstumsdynamik merklich in allen Regionen abnehmen. Eine Rezession in manchen Regionen ist nicht ausgeschlossen. Die Wahrscheinlichkeit dafür ist in den letzten Monaten gestiegen. Gerade Europa mit dem BREXIT und Italien scheint am gefährdetsten. China und die USA werden tendenziell die bestimmenden Wachstumstreiber bleiben, allerdings nicht mehr in der gewohnten Höhe. Somit wird das fundamentale Umfeld verschiedenen Belastungsfaktoren ausgesetzt. Wann hier ein Tiefpunkt erreicht und ob dies 2019 der Fall sein wird, ist schwer zu beantworten.

*Eine vorerst defensive Grundausrichtung der Depots ist aus unserer Sicht angebracht!*

#### 2) Handelskrieg - macht Wirtschaft zu schaffen und erhöht geopolitische „Event-Risiken“

Etwa die Hälfte aller Handelsgüter der USA mit China ist schon mit Zöllen belastet. Sollten die Gespräche zwischen beiden Parteien im ersten Quartal keine neuen Ergebnisse liefern, ist mit Sicherheit davon auszugehen, dass es weitere Strafzölle geben wird. Dahinter steht die geopolitische Rivalität der bisher alleinigen Großmacht USA mit der aufstrebenden Weltmacht China. Eine endgültige Lösung scheint auf kurze Sicht kaum möglich, ausgenommen partieller Übereinkünfte. Auch gegen Europa ist jederzeit wieder eine protektionistischere, härtere Gangart möglich. Folglich ist ein sich ausweitender globaler Handelskrieg weiterhin denkbar. Länder und Regionen, deren Exporte Richtung China gehen, werden besonders darunter leiden. Die ersten Ausläufer sind schon in den Bilanzen und Prognosen der (deutschen) Unternehmen zu erkennen. Neben dem Haupttreiber dieser geopolitischen Gemengelage - der Trump-Administration - sehen wir weitere Belastungsfaktoren in dem Trend zum Populismus gerade in Italien, aber auch in Frankreich und Brasilien. Der Ukraine Konflikt, wie auch die Androhung der nuklearen Aufrüstung von Seiten der USA gegenüber Russland und China sorgen weiter für Unsicherheit an den Märkten. Hinzu kommen in den letzten Wochen beunruhigende Töne aus Nordkorea und die Zuspitzung des Taiwan - China Konfliktes bezüglich der Unabhängigkeit Taiwans.

*Die Rivalität um die Weltmachtstellung sorgt mittelfristig für erhebliche Unsicherheit. Ganzheitliche und nachhaltige Lösungen erscheinen unwahrscheinlich - andere geopolitische Krisenherde können jederzeit zum Belastungsfaktor werden.*

#### 3) Globale Notenbanken - werden vom Retter zum Belastungsfaktor

Während die Notenbanken lange Zeit den Märkten mit ihren Liquiditätsprogrammen Unterstützung zukommen ließen und Haupttreiber der guten Marktentwicklung der vergangenen Jahre waren, wird 2019 die Verringerung der Liquiditätsversorgung seitens der Notenbanken anhalten. Vorreiter ist die FED, die klar das Ziel formuliert hat, das stark aufgeblähte Bilanzvolumen zu reduzieren („Quantitative-Tightening“). Andere Notenbanken befinden sich auf ähnlichen Wegen, wenn auch im Anfangsstadium. Diese anstehende Normalisierung ist in ihren Folgen ungewiss, da es kein historisches Vorbild dafür gibt und somit auch die Reaktion der Finanzmärkte in ihrer Dimension schwer einzuschätzen ist. Fakt ist jedoch, den Kapitalmärkten wird ein beträchtlicher Teil der Liquidität entzogen und parallel sorgt der deutliche Zinsanstieg in den USA für zunehmenden Druck auf die Bewertung von Unternehmen.

*Negative Effekte für die Weltwirtschaft und die globalen Finanzmärkte durch den Liquiditätsentzug der Notenbanken setzen sich fort.*

#### 4) Weltweite Verschuldung - Hohes Niveau könnte im Abschwung zum Problem werden

Eine gefährliche Mischung entsteht einerseits aus den historisch niedrigen Zinsen, die vermutlich niedrig bleiben werden, und andererseits aus der daraus resultierenden Verschuldung von US-Unternehmen. Diese Haltung wird auch von der ehemaligen FED-Chefin Janet Yellen unterstützt (siehe CNBC-Interview vom 11. Dezember 2018). Besonders die Verschuldung gibt Anlass zur Sorge, da sie bereits rekordhohe 46% der amerikanischen Wirtschaftsleistung beträgt und in der Vergangenheit meistens in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an die Aktionäre zurückgegeben wurde. Hochverschuldete Unternehmen könnten aufgrund steigender Refinanzierungskosten zum Brandherd werden, die auch die Lage vieler anderer US-Unternehmen verschlechtern und auf der US-Wirtschaft lasten würde.



Auf der Konsumentenseite sind die hohen Verschuldungszahlen der Autokredite und Kreditkarten in den USA ein Faktor, den es zu beachten gilt. Zu guter Letzt sehen wir nicht nur in den USA (u.a. durch die Steuerreform), sondern auch in Europa (Italien, Frankreich) wieder eine deutlich zunehmende Verschuldung, um Wirtschaftswachstum zu „erkaufen“. Da sich immer mehr die Frage stellt, ob wir anstatt eines Konjunkturzyklus eher einen Kreditzyklus bekommen werden, muss die Entwicklung der Verschuldung genau im Auge behalten werden.

*Die aktuelle Kombination aus weltweit steigender Verschuldung und Refinanzierungskosten könnte der globalen Konjunktur ernsthafte Probleme bereiten.*

## 4. Berichte vom Markt

### 4.1 USA - Spätzyklus der Konjunktur und geringere geldpolitische Impulse

Kurzfristig profitiert die US-Wirtschaft noch von der 2018 in Kraft getretenen Steuerreform. Diese Wirkung wird aber im Laufe des Jahres 2019 nachlassen und der reife Kreditzyklus, der immer schon der entscheidende Treiber der USA war, neigt sich dem Ende zu.

Neue Impulse durch höhere Staatsausgaben dürften aufgrund der veränderten Mehrheitsverhältnisse im Kongress nur schwer umsetzbar sein. Die Geldpolitik wird aufgrund der niedrigen Arbeitslosigkeit und eines stärkeren Lohnwachstums vorerst restriktiv bleiben und wirkt jetzt schon bremsend. Die aktuell fast inverse Zinsstrukturkurve schürt Rezessionsängste. Das Auslaufen fiskalpolitischer Impulse, die restriktive Geldpolitik der FED, ein starker USD, Handelsstreitigkeiten und ein ungünstiges externes Umfeld bremsen zukünftige Investitionen und den privaten Konsum. Die wirtschaftliche Dynamik wird somit im Laufe des Jahres spürbar ausgebremst. Wir erwarten ein deutlich geringeres Wachstum, das bei unter 2% liegen sollte.

### 4.2 Eurozone – BREXIT, Italien & EU-Parlamentswahl im Fokus

Trotz der fast fünfjährigen Wachstumsphase hat die Fragilität des Euroraums weiter zugenommen. Grund dafür waren Spannungen mit Italien, aber auch strukturelle Schwächen innerhalb der EU. Diese zeigen sich in Form einer anhaltenden Heterogenität der wirtschaftlichen Entwicklung und auch mangelnder Wettbewerbsfähigkeit einzelner Mitgliedsstaaten.

Dabei ist eine Weiterentwicklung aufgrund der sich ergebenden weltweiten Veränderungen zwingend notwendig. Besonders die populistische und europakritische Regierung in Italien sorgt für Schwierigkeiten bei der Verabschiedung notwendiger Reformen. Zusätzlich hält Italien aufgrund der hohen Staatsverschuldung und der hohen Target-Salden erhebliches Erpressungspotential in der Hinterhand, welches sie für politische Zugeständnisse der EU im Sinne einer Vergemeinschaftung von Risiken und Schulden nutzen könnte. Positiv betrachtet scheint somit ein Weg Richtung Transferunion möglich, mit ihm aber eventuell auch massive Eskalationsszenarien in anderen Ländern der EU.

Im ersten Quartal wird jedoch das Thema BREXIT im Fokus stehen. Am 15. Januar 2019 ist nun die Abstimmung über das BREXIT-Abkommen im britischen Unterhaus des Parlaments von Theresa May terminiert. Sollte es tatsächlich zu einem ungeordneten BREXIT kommen, würden vermutlich kurzfristig Notfallmaßnahmen in Gang gesetzt, um ein humanitäres Chaos zu verhindern. Die Folgen wären für die Wirtschaft spürbar und würden besonders Europa belasten. Im Mai folgt dann die EU-Parlamentswahl, bei der die Gefahr besteht, dass die „Nationalpopulisten“ in Europa endgültig den Ton angeben könnten.

Die EZB wird in einem solch unsicheren Umfeld nur sehr vorsichtig mit dem Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik agieren. Auslaufende Papiere aus ihrem Bestand werden ersetzt und somit lediglich eine Bilanzausweitung verhindert. Vermutlich wird erst in der zweiten Jahreshälfte eine erste, kleine Zinserhöhung vorgenommen werden, sollte sich keine neue Eskalation ergeben.

### 4.3 China – Wirtschaftsabschwächung kann kompensiert werden

Seit Jahren wird China an den Finanzmärkten kritisch beäugt, allerdings traten die zum Teil heraufbeschworenen Krisenszenarien nicht ein; im Gegenteil, China ist in den letzten Jahren zu einem gewaltigen Einflussfaktor für die Welt geworden. Die größte Herausforderung für die Chinesen ist der deutliche Anstieg der Verschuldung und der überdimensionierte Schattenbanksektor, gegen den von staatlicher Seite aus seit 2018 verstärkt vorgegangen wird. Die Folge ist eine (politisch

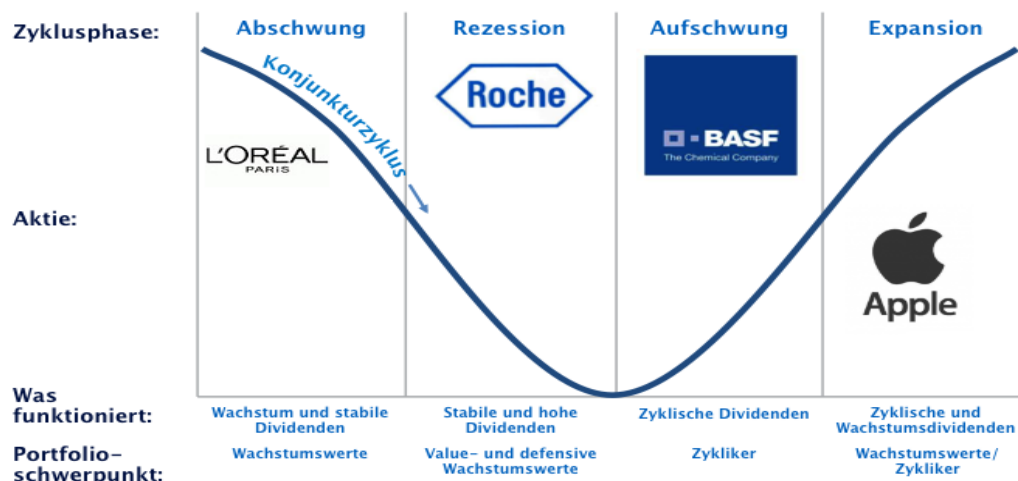
gewollte) Liquiditätsverknappung, die zeitlich mit den US-Zöllen auf chinesische Exporte und einer damit spürbaren Abschwächung der Wachstumsdynamik zusammenfällt. Die Regierung wird unseres Erachtens weiter an der Bekämpfung dieser Fehlallokation festhalten, muss aber kurzfristig versuchen, die negativen Folgen des Handelsstreits durch fiskalpolitische Maßnahmen abzufedern. Herausforderungen gibt es eine Menge, aber auch gute Gründe, dass im kommenden Jahr China überdurchschnittlich wächst und bei allzu großen Verwerfungen gegensteuern kann. Mit Devisenreserven von über 3 Billionen USD ist China von außen nicht angreifbar. Die Regierungsform kann und wird schnelle Entscheidungen, wenn nötig, konsequent herbeiführen. Die Aktienmärkte sind nicht überbewertet und auch die Sparquote der Bevölkerung ist sehr hoch. Die offizielle Staatsverschuldung ist mit 50% unkritisch. Die Gesamtverschuldung Chinas fällt zwar deutlich höher aus, ist aber weniger auf Konsum als vielmehr auf Investitionen aufgebaut. Somit sollte aus unserer Sicht von China keine zusätzliche Gefahr für die Weltkonjunktur ausgehen. China bleibt somit (auch unter Druck der USA) einer der globalen Wachstumslokomotiven für die Welt.

## 5. Aktienmarkt

### 5.1 Begrenztes Potential für die Aktienmärkte

Für die Aktienmärkte war das vergangene Jahr eines der schwierigsten der letzten Jahre. Konnten in der ersten Hälfte noch zyklische Werte und die sogenannten „FAANG“-Titel profitieren, gab es in der zweiten Jahreshälfte massive Abverkäufe dieser Aktien. Dagegen konnten defensive Sektoren wie Pharma und Nahrungsmittel oder auch Telekommunikation deutlich die Märkte outperformen. Die US-Werte wurden im laufenden Jahr durch massiven Aktienrückkauf sowie einer Steuerreform künstlich „gedopt“. Ab Oktober nutzten diese Sondereffekte nichts mehr und der Verkaufsdruck weitete sich auf alle Bereiche aus. Eine immer stärkere Unsicherheit bezüglich der globalen Handelsstreitigkeiten zeigte sich in den veröffentlichten Gewinnentwicklungen und Prognosen international agierender Unternehmen, wie z.B. bei einer FRESENIUS oder BASF. Unter dem Strich blieb ein dickes Minus in Europa und ein ordentliches Minus in den USA. Seit Beginn 2018 reduzierten wir die Aktienquote in den Mandaten und passten diese den gestiegenen Unsicherheiten an. Die Einzeltitelentwicklungen wie z.B. der Fall von OSRAM, GEA oder auch GENERAL MILLS belasteten die Wertentwicklung deutlich, sodass die defensive Aktienquote nur einen Teil der negativen Marktentwicklung abfedern konnte.

Aufgrund der für 2019 global eingetrübten Konjunkturaussichten und der weiteren, von der FED geplanten Zinsschritte, bleibt das Potential für die Aktienmärkte aus unserer Sicht vorerst begrenzt. Hinzu kommt ein erheblicher Rückgang der Aktienrückkäufe. Hier fehlen die Billionen aus den Rückholaktionen aus den Steueroasen der „FAANG“-Werte. Auch die Refinanzierungskosten der Unternehmen für Aktienrückkäufe sind gestiegen, während die Unternehmensgewinne in 2019 vermutlich sinken werden. Ein dem Wirtschaftszyklus entsprechende Branchenauswahl ist für 2019 sehr wichtig (s. Grafik).



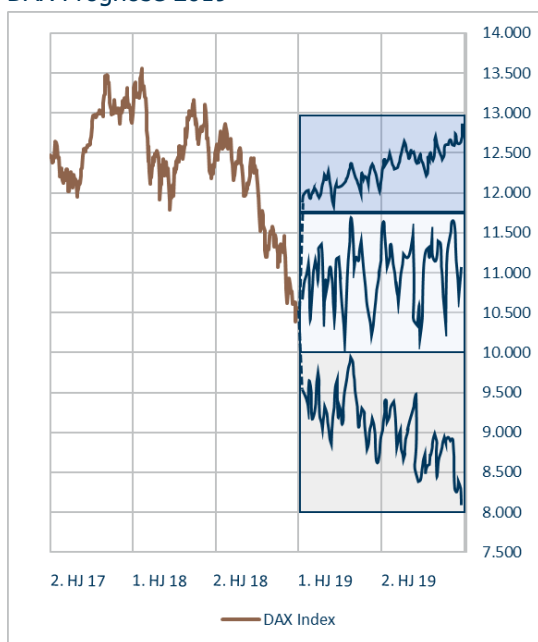
Quelle: Schroders „Einkommensorientiert investieren“ - 11/2015 - eigene Aktienauswahl



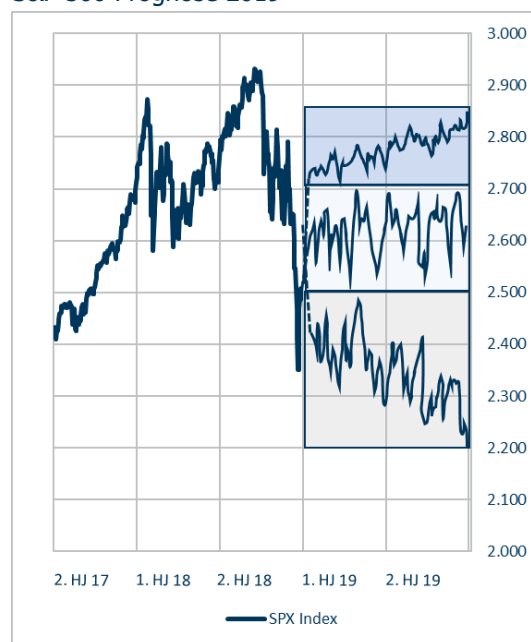
## 5.2 Ausrichtung sollte vorerst defensiv bleiben

Wir befinden uns in einem „mittleren Bärenmarkt“ - einer Phase konjunkturellen Abschwungs - in dem der Portfolioschwerpunkt auf value und defensiven Wachstumswerten ausgerichtet sein sollte. In den Portfolios wurde die Aktienseite defensiver ausgerichtet, auch die Gewichtung der Aktienquote in der Asset-Allokation ist historisch niedrig. Besonders exportorientierte Werte sollten aus unserer Sicht wegen der globalen Unsicherheit untergewichtet bleiben. Ebenfalls erscheint uns der vielfach hoch bewertete US-Tech Sektor („FAANG“-Titel) ausgereizt. Erst nachdem die aktuelle Abschwächungsphase der Weltwirtschaft durchlaufen ist, werden Aktien strategisch wieder attraktiver. Eine erhöhte Selektivität bei der Titelauswahl und der Fokus auf defensive Branchen erscheint uns bis auf Weiteres die sinnvollste Vorgehensweise. Die Volatilität sollte besonders in der ersten Jahreshälfte weiter steigen (z.B. in Europa durch die BREXIT-Entscheidung und die EU-Parlamentswahl). Diese Events könnten temporär gute taktische Einstiegszeitpunkte in unterbewertete und qualitativ hochwertige Aktien sein. Strategische Investments im Aktienmarkt werden wir allerdings nur dann vornehmen, wenn sich im Laufe des Jahres deutliche Bewertungsverbesserungen ergeben bzw. die eingangs erwähnte Aussetzung der Zinserhöhungspolitik der FED oder eine Beilegung des Zollkonfliktes die Aussichten für den Aktienmarkt deutlich verbessern. Dann würde die Börsenampel wieder auf Grün springen. Ohne diese Entlastungsfaktoren sehen wir den DAX und den S&P 500 aufgrund der Belastungsfaktoren mit einer Wahrscheinlichkeit von über 40% unter dem heutigen Niveau zum Jahresende (s. folgende Grafik).

DAX Prognose 2019



S&amp;P 500 Prognose 2019



DAX Ende 2019:

40% unter 10.000  
40% zw. 10.000 und 11.800  
20% über 11.800

S&P Ende 2019:

40% unter 2.500  
40% zw. 2.500 und 2.700  
20% über 2.700

Quelle: Marktdaten Bloomberg, eigene Markteinschätzung

## 6. Anleihenmarkt

### 6.1 Schafft die EZB den Ausstieg aus dem „Negativzinsexperiment“?

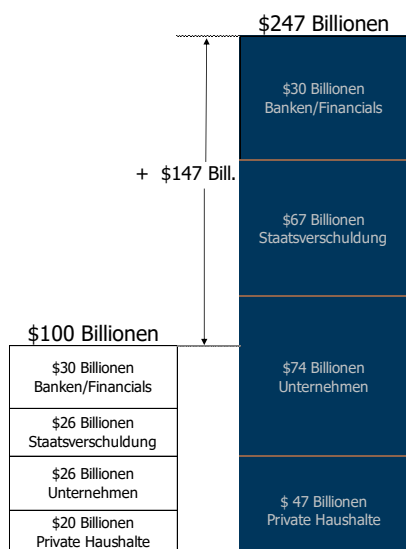
Das Jahr 2018 war durch politische Spannungen dies- und jenseits des Atlantiks geprägt. Bis zum dritten Quartal konnten die Finanzmärkte dies recht gut kompensieren. Im vierten Quartal 2018 haben die Belastungsfaktoren jedoch weiter an Dynamik gewonnen, was zu einer Flucht in „sichere Häfen“, wie z.B. deutsche Staatsanleihen, führte. Die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen beendete daraufhin das Jahr bei 0,24% und war eine der wenigen Anlageklassen, die in 2018 einen positiven Wertzuwachs erzielen konnten.

Inflationsrisiken haben sich mittlerweile wieder zurückgebildet; sie zogen zwar in den USA etwas stärker an, anderorts blieben sie eher moderat. Ein massiver Preisverfall des Rohölpreises im abgelaufenen vierten Quartal 2018 (-30%) reduziert einen potentiellen Inflationsdruck weiter recht deutlich.

Sollte im Jahresverlauf die FED eine Zinspause einlegen, könnte dies den USD schwächen. Das würde sich für die Eurozone bereits wie eine EZB-Zinserhöhung auswirken. Diese Umstände wird die Notenbank mit ins Kalkül einbeziehen und eine weiter zögerliche Zinspolitik sollte die Folge sein. Die EZB hat zwar vergangene Woche teilweise ihre Anleihekäufe beendet, könnte bei einer weiteren Wachstumsabschwächung oder gar Rezession nicht in der Lage sein, die Geldpolitik durch die Abkehr von Negativzinsen weiter zu normalisieren. Anleihekaufprogramme und negative Zinssätze würden zu einem quasi permanenten Bestandteil der europäischen Finanzlandschaft werden.

#### Weltweite Verschuldung

Die globale Verschuldung hat sich in den letzten 15 Jahren mehr als verdoppelt.



Quelle: Bloomberg

Das mittlerweile erreichte globale Verschuldungsniveau könnte sich bei einer Wachstumsabschwächung als zusätzlicher „Mühlstein“ bzw. Belastungsfaktor entpuppen, da der fiskalpolitische Spielraum vielerorts sehr begrenzt ist. Auch für Unternehmen steigen dadurch die Kosten für Fremdkapital, da trotz des Niedrigzinsumfeldes Investoren höhere Risikoprämien einfordern werden. Gerade US-Unternehmen, die ihr Wachstum nur durch Zukäufe zu hohen Bewertungen erzielt haben, könnten jetzt aufgrund ihrer hohen Verschuldung in Schwierigkeiten geraten. Gleiches gilt auch für Investitionen in Emerging Markets, die entweder mit USD oder EUR Krediten finanziert wurden und aufgrund ihrer geringeren Eigenkapitalquote sowie der Abschwächung der Erträge notleidend werden könnten. Insgesamt gehen wir davon aus, dass Investoren in 2019 aufgrund der weltweiten Unsicherheit zu hohe Risiken vermeiden werden bzw. sogar in der ersten Jahreshälfte reduzieren wollen.

### 6.2 Höhere Rendite für Unternehmensanleihen nimmt EZB-Ausstieg vorweg

Im abgelaufenen Quartal wurden die Anleihekurse der Unternehmensanleihen im Zuge steigender Renditeaufschläge weiter belastet und führten zu Kursrückgängen. Mittlerweile sind die „Spreads“ bereits wieder auf dem Level wie zum Start des Unternehmensanleihekaufprogramms (CSPP) durch die EZB im Juni 2016. Die Beendigung des Programms zum Jahresende 2018 haben also die Marktteilnehmer im Vorfeld antizipiert und so sollte dies in 2019 zu keiner weiteren Belastung führen. Bei einer sich stärker eintrübenden Weltkonjunktur besteht allerdings noch weiteres Ausweitungspotential. Aus diesem Grund rückt auch im Bereich der Unternehmensanleihen der Fokus stärker auf Branchen mit einer geringeren konjunkturellen Abhängigkeit.

In Europa sollte die Angebotsseite in 2019 unterstützend wirken, da durch EZB-bedingte „Vorzieheffekte“ viele Unternehmen vorzeitig ihre Fälligkeiten verlängert haben. Die Nachfrageseite ist schwieriger einzuschätzen, da Indexfonds für Unternehmensanleihen (ETF's) mittlerweile einen signifikanten Anteil des Gesamtbestandes der ausstehenden Unternehmensanleihen ausmachen. Nach Jahren stetig steigender Mittelzuflüsse könnte sich dieser Trend in 2019 umkehren. Da diese ETF's täglich in großem Volumen gehandelt werden, die Liquidität der zugrundeliegenden Anleihen phasenweise allerdings deutlich eingeschränkt ist, kann es zu temporären Marktverwerfungen kommen. Für solche Situationen bzw. Opportunitäten werden wir in 2019 verstärkt Liquidität vorhalten, um dann antizyklisch Anleihen qualitativ guter Unternehmen mit attraktiven Einstiegsrenditen aufzunehmen.

## 7. Währungen

Eine Umkehr der FED in ihrer Zinserhöhungspolitik im Jahresverlauf wird immer wahrscheinlicher, kann aber noch andauern bzw. wird erst umgesetzt, wenn sich Konjunktur und Finanzmärkte weiter eintrüben. Die US-Notenbank wird sich allerdings Zeit lassen und die Datenlage weiter analysieren. Unter anderem auch, um ihre Unabhängigkeit gegenüber politischen Einflüssen zu demonstrieren. Aus diesem Grund erwarten wir, dass sich die historisch hohe transatlantische Zinsdifferenz zwischen den USA und Deutschland im Jahresverlauf zurückbildet, was den USD-Kurs schwächen sollte. Hierfür spricht auch ein geringeres Wachstumsdifferenzial zwischen den USA und der Europäischen Union im laufenden Jahr. Wuchs die USA in 2018 noch mit 2,9 % und die EU 1,9%, erwarten wir für 2019 ein Wachstum von unter 2% in den USA und in Europa von bestenfalls 1,5%. Daher gehen wir im Jahresverlauf 2019 von einem Wechselkurs von mindestens 1,20 USD pro EUR aus.

Emerging-Markets Währungen erlitten 2018 auf breiter Front teilweise deutliche Einbußen. Ein tendenziell schwächerer USD würde sich in 2019 positiv auf diese auswirken, da die hohe in USD-finanzierte Verschuldung in diesen Staaten günstiger zu refinanzieren werden würde.

Eine Beimischung von europäischen Währungen, wie z.B. NOK oder SEK stufen wir aktuell als unattraktiv ein, da sowohl von der Zins- als auch Währungsseite nicht mit Überrenditen zu rechnen ist. Sollte sich der "Waffenstillstand" zwischen der EU und Italien bezüglich des Haushaltes wieder verschärfen oder bei der Europawahl im Mai 2019 europakritische Parteien deutlich an Zuspruch gewinnen, könnte eine Beimischung in sog. „Hartwährungsblöcke“ einen robusten Portfoliobaustein darstellen.

## 8. Gold – Renaissance als „Safe Haven“ in 2019?

Auf der Goldpreisentwicklung wirkten in 2018 gegensätzliche Einflussfaktoren. Trotz eines schwachen Gesamtmarktumfeldes konnte Gold sich wertmäßig stabil halten und somit in der Gesamtallokation unterstützend wirken. Das weltweit restriktive monetäre Umfeld, die gedämpften globalen Inflationserwartungen und der starke USD waren dabei belastende Faktoren im letzten Jahr. In letzter Zeit nahmen aber die Käufe strategischer Investoren, u.a. Notenbanken wieder zu. Vor dem Hintergrund zunehmender ökonomischer, politischer und auch finanzmarktspezifischer Risiken in 2019 scheint eine Anlage in Gold als „Safe Haven“-Investment wieder deutlich interessanter zu werden und wird unserer Ansicht nach den Goldpreis weiter unterstützen. Im Falle einer Finanzkrise könnte Gold sogar noch stärker nach oben ausbrechen, als viele dies für möglich halten. Große Notenbanken wären im nächsten Konjunkturabschwung zu noch stärkeren „Quantitative-Easing“-Maßnahmen gezwungen und somit würde Gold wieder verstärkt als Ersatzwährung nachgefragt.

### Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.