

1. Überblick

Der Kontrast zwischen dem vierten Quartal 2018 und dem ersten Quartal 2019 könnte nicht größer sein. Die Kursverluste aus dem letzten Jahr wurden zu einem großen Teil wieder aufgeholt. Allerdings erlebt die Weltwirtschaft derzeit ihren dritten Abschwung seit 2010. Eine globale Rezession ist nicht ausgeschlossen. Mit geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen wird bereits schon begonnen dieser Entwicklung entgegenzusteuern. Wir nannten Ihnen im letzten Quartalsbericht vier Kerneinflussfaktoren, welche die weitere Entwicklung an den Kapitalmärkten 2019 beeinflussen sollten:

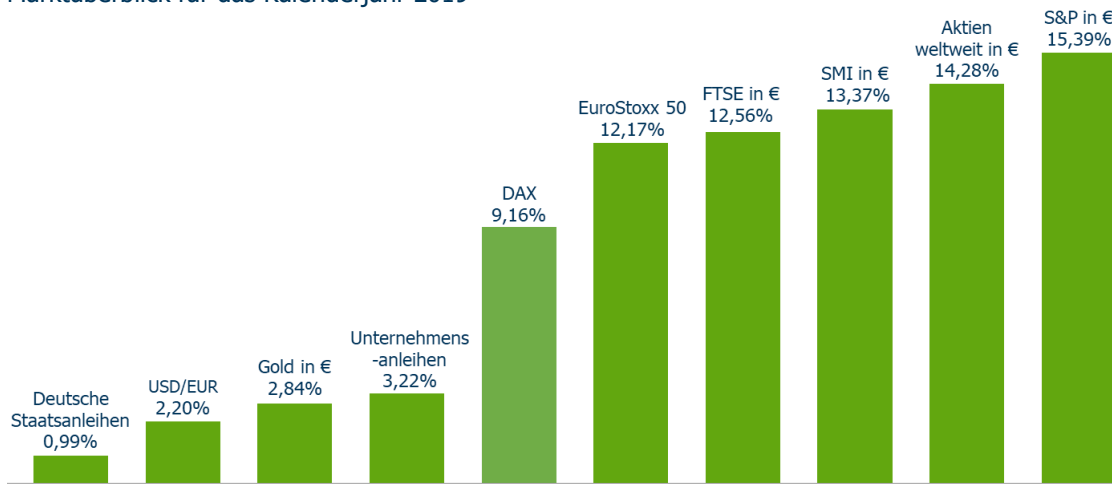
- 1) Weltwirtschaft - wächst, kühlt sich aber spürbar ab
- 2) Handelskrieg - macht Wirtschaft zu schaffen und erhöht geopolitische „Event-Risiken“
- 3) Globale Notenbanken - werden vom Retter zum Belastungsfaktor
- 4) Weltweite Verschuldung - Hohes Niveau könnte im Abschwung zum Problem werden

Während der erste und der vierte Punkt weiter aktuell bleiben und Punkt zwei - der Handelskrieg - weiter auf dem Status „pending“ steht, konnte der dritte Punkt, also die globalen Notenbanken, die Märkte mit ihren Maßnahmen deutlich überraschen und beruhigen.

Nach dem radikalen geldpolitischen Richtungswechsel der FED zwischen Oktober 2018 und Januar 2019 wuchs am Markt die Zuversicht, dass auch Chairmann Powell bei seinen Entscheidungen die Märkte im Blick behalten wird. Ende März bekräftigte er dies mit seiner Aussage, die Zinsen in 2019 nicht mehr erhöhen zu wollen. Daraufhin wurde die Zinskurve in den USA teilweise invers, d.h. kurzfristige Zinsen für z.B. drei Monate sind im Moment höher als jene für zehn Jahre. Auch das „Quantitative Tightening“, also die Straffung der US-Notenbankbilanz, sollte Ende Oktober vermutlich auslaufen, was die Gefahr einer gefährlichen Liquiditätseinengung reduzieren sollte. Der FED-Referenzzins liegt mit aktuell 2,5% weiter auf einem historisch niedrigen Niveau.

Die US - Notenbank stabilisiert mit einem 180 Grad Schwenk die Märkte

Marktüberblick für das Kalenderjahr 2019



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Die weitere Entwicklung der Märkte hängt aus unserer Sicht von Trumps Handelskrieg, aber mehr noch von der weiteren US-Notenbank-Politik ab. Die letzten Aussagen lassen vermuten, dass eine schwächere US-Konjunktur, die sich deutlich ins Jahr 2019 hineinzieht, erwartet wird. Ein Gegensteuern ist somit notwendig geworden. Europa spielt hingegen kaum eine börsenentscheidende Rolle, sei es Großbritanniens BREXIT als auch Italien, die sich beide in einer Rezession befinden. Auf die europäischen Märkte wirken die fiskalpolitischen Ankurbelungen aus den USA und aus China gegen die aktuelle Wirtschaftsschwäche deutlich intensiver. Die jüngsten Entwicklungen sehen wir nicht als eine Art Trendwende, sondern als eine von der FED ausgelösten Gegenbewegung an. Diese Erholungsrally könnte unserer Ansicht nach noch etwas länger anhalten, da viele Marktteilnehmer weiterhin sehr vorsichtig positioniert sind. In einer spätzyklischen Phase des Gesamtmarktes dürften aber erhöhte Risiken auf Dauer nicht belohnt werden. Wir bleiben

Gegenbewegung ja,
Trendwende nein

deshalb vorsichtig und fokussieren uns sowohl im Aktien-, als auch im Anleihesektor auf eher defensive Branchen. Zu einer ausreichenden Position Liquidität und Gold raten wir weiter.

2. Unsere Einschätzungen für 2019

- Weltwirtschaftswachstum nimmt weiter ab - die hohe globale Verschuldung dagegen steigt weiter deutlich an
- Politik (gerade in den USA) nimmt entscheidenden Einfluss auf das Weltwirtschafts- und Handelsgeschehen
- Notenbanken, allen voran die FED, steuern gegen und frieren erwartete Zinserhöhungen vorerst ein. Eventuell auch Aussetzen der Bilanzverkürzungsprogramme
- Globale Brandherde weiter hoch: Zollstreit USA - China - EU, nukleare Aufrüstung der USA, Iran, Nordkorea, globale Verschuldung
- Die EZB schiebt angedachte Zinssteigerungen weiter in die Zukunft - Vorgehen der Notenbank orientiert sich wieder stärker an der Wachstumsschwäche der Eurozone
- Chinas Zollstreit mit den USA zieht sich in die Länge, scheint aber zu Annäherungen zwischen beiden Parteien zu führen. Handelsstreitigkeiten der USA mit Europa werden durch Trumps Androhung potenzieller Autozölle wahrscheinlicher
- In Europa sinken die Wachstumsraten - BREXIT Abstimmungen bringen kein Ergebnis und erhöhen die Wahrscheinlichkeit der Verlängerungsoption - Italien taucht in eine Rezession ab und wird zu einem erhöhten Risiko für die EU
- Schwankungen an den Zins- und Aktienmärkten werden auch 2019 die Anleger begleiten.

Anleihen: Qualität ist Trumpf. Die Verbesserung der Kreditqualität des Portfolios sollte vor größeren Kursrückgängen schützen. Taktische Aufnahme von längeren Laufzeiten sollten Zusatzerträge ermöglichen.

Aktien: „Kontrollierte Offensive“ bei der aktuellen Gewichtung und eine weiter eher defensive Branchenauswahl. Sollten deutliche Abwärtsbewegungen an den Märkten eintreten, würden wir die aktuelle Aktienquote wieder ausbauen. Bis dahin werden nur sich ergebende, temporäre Opportunitäten beigemischt und eine strategisch defensive Aktienquote präferiert.

Substananlagen: Eine strategische Goldposition als Depotbestandteil erscheint in Zeiten eines konjunkturellen Abschwungs weiter sinnvoll und angebracht – Notenbanken stocken ebenfalls auf.

Währungen: Abschwächung der US-Konjunktur, Auslaufen der Steuerreform und eine weiter zurückrudende FED sprechen im Jahresverlauf wieder für einen schwächeren US-Dollar. Wir erwarten im Jahresverlauf einen Kurs von etwa 1,20 USD pro Euro.

3. Berichte vom Markt

3.1 USA – FED Beruhigung, aber wie geht es weiter?

Der 180 Grad Schwenk vom US-Notenbank Chef Powell, von Bilanzreduzierung per „Autopiloten“ im Dezember 2018 bis hin zum Auslaufen der Bilanz-Reduzierungsmaßnahmen im März 2019, gab der Marktstimmung wieder Auftrieb. Dies zeigt, dass auch die FED nicht mehr unabhängig von den Marktgeschehnissen agieren kann und nach unten eingreift. Dieser radikale Schwenk der FED ist auf die Korrektur des Wirtschaftswachstums in den USA im vierten Quartal 2018 zurückzuführen (auf 2,2% gesunken). Auch im ersten Quartal 2019 dürfte das BIP durch Effekte wie den Government Shutdown und die schwierige Marktsituation im Dezember sogar in Richtung 1,0% tendieren. Diese deutliche Abkühlung veranlasste die Notenbanker zu handeln, da auch die rekordhohe US-Unternehmensverschuldung nur mit einer weiterhin guten US-Konjunktur zu keinem ernstzunehmenden Problem wird. Neue Impulse dürften in nächster Zeit besonders durch die Notenbankaktivitäten und über einen Durchbruch bei den Handelsgesprächen mit China kommen. Allerdings gestalten sich letztere zäher als erwartet und es bleibt die Gefahr eines nur kurzfristigen „Deals“, der aber die langfristig zu erwartenden geopolitischen Spannungen nicht löst.

Da Donald Trump für sein Wahljahr 2020 eine gute Konjunktur braucht, steigt die Wahrscheinlichkeit eines „Waffenstillstandes“ mit China. Auch die fiskalpolitische Stimulation der maroden US-Infrastruktur - inklusive des Streites über die Mexiko-Mauer - wird ein Thema bleiben. Dies könnte zwar wieder zu einer Ausweitung der US-Unternehmensgewinne führen, welches jedoch die FED mit den Themen Zinserhöhung und Bilanznormalisierung auf den Plan rufen würde. Monetär



könnte es also weiter zu deutlichen Einschränkungen kommen, was mit einer Belastung der Börsenentwicklung einhergehen würde. Ebenso bleibt die US-Zinskurve ein wichtiger Faktor. Sollte die aktuelle Inversion, also das Ansteigen der kurzfristigen Zinsen über die langfristigen, länger anhalten, spricht man von einer „inversen Zinskurve“. In der Vergangenheit war dies ein zuverlässiger Indikator für eine um ca. 12-24 Monate verzögerte Rezession in den USA. Es bleibt also ein Fragezeichen für die US-Konjunktur, auch wenn die jüngsten Einkaufsmanager-Indizes eine leichte Erholung für die nächste Zeit signalisieren.

3.2 Eurozone – BREXIT (yes / no?) – Rezession in Italien - Europawahl

Varianten des BREXIT stehen fast täglich zur Abstimmung und das britische Parlament kann sich nicht auf eine Lösung verständigen. Viele Machtspiele der handelnden Politiker und die Komplexität der verschiedenen Meinungen prallen im britischen Parlament aufeinander und werden vermutlich zu einer weiteren zeitlichen Verschiebung führen. Dies könnte allerdings mit der Europawahl kollidieren und somit für noch mehr Verwirrung und Risiken in der Eurozone sorgen. Dabei ist eine zeitliche Verschiebung nur mit guten Argumenten von Seiten der Briten möglich, allerdings sind auch Neuwahlen in Großbritannien und damit auch ein neues Referendum noch nicht ausgeschlossen. Alle möglichen Szenarien, und damit auch all ihre Risiken und Chancen, bleiben vorerst offen. Die EU verhält sich in diesem Stadium äußerst geschlossen und professionell, auch wenn sich alle Beteiligten des wachsenden Zeit- und Handlungsdrucks bewusst sind. Wir schauen gespannt auf die nächsten Tage/Wochen. Der Kapitalmarkt preist weiterhin keinen harten BREXIT ein.

Auch Italien macht weiter große Sorgen und rutscht in eine Rezession. Die Schulden steigen weiter, während die Wirtschaft schrumpft. Die EZB eilt mit sog. TLTRO-Krediten (**T**argeted **L**onger-**T**erm **R**efinancing **O**peration) für südeuropäischen Banken zur Hilfe, was jedoch unserer Einschätzung nach nicht ausreichen dürfte. Somit macht mehr und mehr die sog. MMT-Konjunkturpolitik (**M**oderne **M**onetäre **T**heorie) die Runde. Diese international diskutierte Theorie besagt, dass ein Währungsraum oder ein Land mit eigener Währung solange Geld drucken kann, bis seine Schulden „getilgt“ sind. Die Zentralbank muss einzig und allein für ein Zinsniveau sorgen, das niedriger als die Wachstumsrate des BIPs bleibt. Ein reales Beispiel dafür findet man in Japan. Die EZB könnte somit Italien Luft verschaffen, da man besonders dort mit hohen Altschulden zu kämpfen hat. So könnten von der EZB gehaltene Bestände in italienischen Staatsanleihen durch einen Nullzins und eine endlose Laufzeit - wie im Fall Griechenland - de facto gestrichen werden. Damit wären sie buchhalterisch weiter vorhanden, müssen aber nicht mehr bedient werden. Italien hätte mehr Spielraum, um Wachstum zu generieren. Entscheidend wird sein, ob man Italien politisch in der EU halten oder die Konsequenzen eines Ausscheidens Italiens aus der EU riskieren möchte.

Die restliche Eurozone leidet ebenfalls unter dem äußeren Umfeld. Die Einkaufsmanager-Indizes deuten auch hier auf eine Kontraktion hin, was sich besonders in Deutschland niederschlägt, da dieses Jahr lediglich ein BIP-Wachstum von ca. 1% prognostiziert wird. Besonders der Export schwächelt. Sollte Donald Trump über das Thema Autozölle für zusätzlichen Druck auf Europa sorgen, würde sich dies gerade auf den deutschen Exportsektor auswirken. Für Europa wäre dies ein äußerst ungünstiger Zeitpunkt, da die Europawahlen vom 23.5 bis 26.5 vor der Tür stehen. Nach den letzten Umfragen könnten die rechten und europakritischen Fraktionen ENF („Europa der Nationen und der Freiheit“) ihre Mandatszahlen verdoppeln und somit den Entscheidungsprozess auf europäischer Ebene weiter verkomplizieren. Europa bleibt aus unserer Sicht fragil und steuert auf neue Probleme und Unsicherheiten zu.

3.3 China – fiskalpolitische Aktionen

Die Gespräche zwischen der chinesischen und der amerikanischen Delegation bezüglich einer Einigung im Handelskonflikt ziehen sich in die Länge, scheinen aber in eine positive Richtung zu gehen. Seit dem 24. September 2018 werden chinesische Güter im Handelswert von über USD 250 Mrd. mit Strafzöllen belegt – ca. die Hälfte aller US-Importe aus China. Somit ist es nicht verwunderlich, dass auch China fiskalpolitisch stärker die Wirtschaft unterstützt. So erklärte die Regierungsbehörde für Banken und Versicherungen am 25. Februar, dass wichtige Ziele der Finanzmarkt-Reform erreicht seien und Präsident Xi deutete an, dass Wachstum nun wichtiger als Kontrolle sei. Erfreuliche Sentiment-Daten aus China überraschen deshalb wenig. Der Einkaufsmanager-Index, der häufig als Frühindikator angesehen wird, markierte mit 50,5 Punkten den höchsten Stand seit September 2018. Wie schon im letzten Quartalsbericht beschrieben,

betrachten wir China trotz einer hohen Gesamtverschuldung als eine Wachstumsregion, die noch genügend Möglichkeiten besitzt, um eine lange Zeit überdurchschnittliches Wachstum zu erzeugen.

4. Aktienmarkt

4.1 Erleichterung ja, Entwarnung nein!

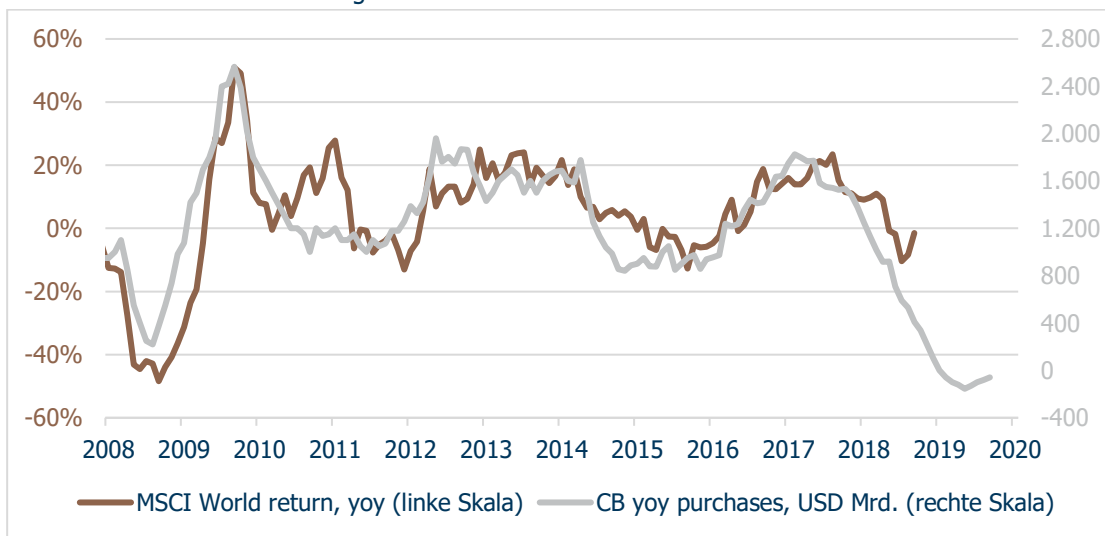
Die Aktienmärkte haben das erste Quartal genutzt, sich von den Verlusten des vergangenen Quartals deutlich zu erholen. Die Pause der FED bei den Zinsen und Ihre Ankündigung, ihre Aktivitäten zukünftig stärker von der Entwicklung der Märkte abhängig zu machen, waren der Grund, weswegen Marktteilnehmer erleichtert reagierten und eine wesentliche Bremse aus dem letzten Jahr vorerst gelockert wurde.

So konnten bis auf zwei Ausnahmen alle Werte der Vermögensverwaltung zulegen. Insgesamt lag die durchschnittliche reine Aktienperformance in den Depots der Vermögensverwaltungen bei 17%. Titel aus den Branchen „Nahrungsmittel & Agrar“ wie auch „Gesundheit“ und „Industrie“ legten überproportional zu.

4.2 Kontrollierte Offensive im Vorgehen

Aufgrund der für 2019 global eingetrübten Konjunkturaussichten bleiben wir weiter defensiv positioniert. Der Aktienmarkt preist mit der guten Kursentwicklung im ersten Quartal ein Eingreifen der Notenbank und fiskalpolitische Stimulierungsmaßnahmen der Regierungen ein. Wir befinden uns aber weiter in einem „mittelfristigen Bärenmarkt“ - einer Phase konjunkturellen Abschwungs. Und historisch zeigt sich eine hohe Abhängigkeit der Märkte von Zentralbankgeld (siehe Grafik).

Korrelation MSCI - Zentralbankgeld



Quelle: Bloomberg

Da die weltweiten Notenbanken derzeit jedoch die Liquidität überwiegend reduzieren, sollte dieser Indikator besonders im Auge behalten werden. Entscheiden sich die Zentralbanken dagegen für die Öffnung der Liquiditätsschleusen (z.B. durch ein MMT-Programm), könnte die Börsenampel – von aktuell gelb – wieder auf grün springen. Bis dahin macht es aus unserer Sicht weiterhin Sinn mit kontrollierter Offensive am Aktienmarkt vorzugehen und für alle Eventualitäten gerüstet zu sein. Eine erhöhte Selektivität bei der Titelauswahl und der Fokus auf defensive Branchen erscheint uns bis dahin als sinnvollste Vorgehensweise.

5. Anleihenmarkt

5.1 Staatsanleihen signalisieren schwaches Wachstum und Deflationssorgen

Die Anzeichen eines weiteren Konjunkturabschwungs verdichten sich. Die Rentenmärkte diesseits und jenseits des Atlantiks eilen dieser Entwicklung bereits voraus bzw. nehmen diese Entwicklung

vorweg. Während die viel beachtete Zinsdifferenz erstmals seit dem Sommer 2007 wieder in den inversen Bereich rutschte, fielen auch die zehnjährigen deutschen Staatsanleihen vergangene Woche unter die „Nulllinie“. Dies steht im starken Gegensatz zur Aktienmarkterholung im abgelaufenen Quartal. Setzen die Aktienmärkte auf eine wirtschaftliche Erholung im zweiten Halbjahr, signalisiert die inverse Zinskurve in den USA eine fortlaufende schwierige Konjunktur mit entsprechenden Rezessionsängsten.

War der letzte Renditerückgang länger laufender deutscher Staatsanleihen in den Negativbereich in 2016 noch von einer gut expandierenden Volkswirtschaft begleitet und primär durch die hohe Nachfrage seitens der EZB bedingt, ist dies zurzeit nicht so. Auslöser des kräftigen Renditerückgangs waren die schwachen Einkaufsmanager-Indizes in Frankreich und Deutschland, die am 22. März veröffentlicht wurden.

Hat die EZB im letzten Jahr noch eine erste Minizinsanhebung für 2019 in den Raum gestellt, wurde bereits über die „Forward Guidance“ davon wieder abgerückt. Auch wurden umfangreiche und sehr günstige Refinanzierungsgeschäfte für Banken, die TLTRO in der dritten Serie in Aussicht gestellt.

Weitere Maßnahmen, wie eine Wiederaufnahme von „Quantitative Easing“ (QE) sollten folgen, wenn die Inflationserwartungen weiter sinken und Deflationsängste ausgelöst werden sollten.

Inflationserwartung der Marktteilnehmer



Quelle: Bloomberg

In der Vergangenheit waren die Rentenmärkte ein besserer Indikator in Bezug auf die Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung als die Aktien- oder Kreditmärkte. Daher bleiben wir bei unserer vorsichtigeren Positionierung.

5.2 Erleichterungsrallye bei Unternehmensanleihen sendet andere Signale

Im abgelaufenen Quartal konnte ein Großteil der im vergangenen Jahr angefallenen Kursrückgänge wieder wettgemacht werden. Die jüngste Erholung der risikobehafteten Anlageklassen hat die Kurse der Unternehmensanleihen auf breiter Front wieder anziehen lassen. Auch ohne die EZB ist die Jagd nach Rendite aktuell wiedereröffnet. Die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen guter Bonitäten („Investment Grade“) haben sich so stark zurückgebildet, dass sie auf aktuellem Niveau eine wirtschaftliche Erholung in der zweiten Jahreshälfte und eine Entspannung politischer Konflikte (u.a. BREXIT, Handelskonflikt) implizieren. Die Gefahren einer deutlicheren wirtschaftlichen Abschwächung, die wir in unserem Jahresabschlussbericht 2018 skizziert hatten, haben sich nicht verflüchtigt. Der Ausgang im Handelskonflikt ist Dank Herrn Trump weiter schwer einzuschätzen. Aus diesem Grund sollten Unternehmen aus den sehr zyklischen Bereichen, wie z.B. Automobil, Retail, Stahlerzeugung, etc. gemieden bzw. stark untergewichtet werden. Sektoren wie Gesundheit, Nahrungsmittel und Versorger sollten im Gegenzug bevorzugt werden. Im abgelaufenen Quartal haben wir im Zuge der Markterholung die Risiken weiter sukzessive reduziert, die durchschnittliche

Bonität auf BBB verbessert und die Liquidität in den Portfolios erhöht. Diese taktische Liquidität halten wir vor für interessante Gelegenheiten, wie z.B. attraktive Neuemissionen und antizyklische Käufe bei möglichen Marktverwerfungen.

6. Währungen

Die FED verzichtet vorerst auf weitere Zinserhöhungen. Trotzdem hat sich die Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa, gemessen an den zehnjährigen amerikanischen vs. deutschen Staatsanleihen nicht verringert. Dies führte zu einer sehr geringen Schwankungsbreite in diesem Währungspaar. Eine weitere Abschwächung der US-Konjunktur, die sich nach dem Auslaufen der Steuerreform einstellen wird und eine weiter zurückrudende Notenbank sprechen im Jahresverlauf wieder für einen schwächeren USD. Eine der stärksten Währungen gegenüber dem Euro war das Britische Pfund, das im abgelaufenen Quartal knapp 5% zulegen konnte. Die BREXIT-„Odyssee“ ist weiter ungelöst, aber zumindest deutet die Währungsentwicklung nicht auf einen harten BREXIT hin. Beide Seiten versuchen trotz vieler ungelöster Punkte einen harten BREXIT zu vermeiden. Unsere Erwartung eines US-Dollar-Kurses von 1,20 pro Euro im Jahresverlauf hat sich nicht geändert und somit drängen sich weiterhin keine großen Währungsengagements im aktuellen Umfeld auf. Für global operierende Unternehmen, deren Heimatbörse in den USA oder Großbritannien liegt, gilt die Aussage nicht, da hier schwächere Wechselkurse durch die Umrechnung automatisch höhere Umsätze und Gewinne pro Aktie bedeuten. Ein schwächerer USD würde sich positiv auf Emerging-Markets Währungen auswirken, da die hohe in USD-finanzierte Verschuldung in diesen Staaten günstiger zu refinanzieren wäre.

7. Gold

Der Goldpreis entwickelte sich im ersten Quartal unter geringen Schwankungen +/- 0 und schloss bei 1.292 USD pro Unze ab. Große Notenbanken waren in letzter Zeit als Netto-Käufer am Markt aktiv. Seit 1971 wurde nicht mehr so viel Gold von Seiten der Notenbanken gekauft. So hat laut IWF China allein im Februar seinen Goldbestand um fast 10 Tonnen auf 1.874 Tonnen aufgebaut. Auch Russland und die Türkei gehören zu den ständigen Goldkäufern. Im letzten Jahr traten selbst inaktive Zentralbanken, wie Indien, Polen und Ungarn, als Nachfrager am Goldmarkt auf. Für diese Länder ist Gold eine Art Faustpfand, mit dem sich noch resoluter auftreten lässt. Je stärker die jeweiligen Nationen einen nationalen Isolationskurs fahren, desto interessanter wird Gold für sie.

Der jüngste FED-Entscheid, wonach die Zinsen in den USA dieses Jahr nicht weiter steigen sollten, könnte unterdessen kurzfristig eher dem Anleihemarkt als dem Goldpreis helfen, da die Alternative „Anleihe“ wieder interessanter geworden ist. Mittelfristig wirken aber negative Realzinsen weiter positiv für Gold. Zudem sendet die Konjunktur vermehrt vorsichtige bis negative Signale aus, was ebenfalls für Gold spricht. Für uns bleibt Gold eine wichtige Depotbeimischung als Absicherung.

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.