



Nr 5 Januar 2020

Die Kapitalmarkt Publikation der Bergos Berenberg AG

REFL EXIO NEN

Q1 20



BERGOS BERENBERG

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

Herausgegeben von
Bergos Berenberg AG
Zürich, Januar 2020

Alle Rechte vorbehalten

04

Executive Summary
Reflexionen Q1 2020

MAXIMILIAN HEFELE

09

Volkswirtschaft
Ausblick 2020:
Gute Chancen für eine Wende zum Besseren

Dr. HOLGER SCHMIEDING

14

Aktien
Aktien im Cross-Asset-Vergleich
noch immer nicht teuer

TILL C. BUDELMANN

20

Anleihen
Nach dem Regen folgt der Sonnenschein

RENÉ BOLHAR

26

Alternative Investments
Rohstoffe

SOUMAILA TÉKÉTÉ

32

Währungen
Devisenmärkte: Warten auf neue Trends

Dr. JÖRN QUITZAU



Executive Summary



MAXIMILIAN HEFELE, CFA
Leiter Vermögensverwaltung

Liebe Investoren,

das Jahr 2019 war ohne Frage spannend. Erwartungen einer globalen Rezession, die Möglichkeit eines harten, unkalkulierbaren Brexits, Instabilität verursacht durch die Handelsstreitigkeiten der Grossmächte USA und China - dies waren nur einige Faktoren, die eine bemerkenswerte Skepsis bei den Investoren begründeten. Der Kontrast zwischen Investorenbegehrungen und den am Ende sehr erfreulichen Entwicklung an den Kapitalmärkten hätte jedoch nicht grösser sein können. 2019 brachte weder eine Rezession noch einen "Hard" Brexit, und mit dem Ausklang des Jahres kamen sogar erste positive Impulse im Dauerkonflikt zwischen den USA und China. Wie nachhaltig die aktuell versöhnlichen Töne sind, steht natürlich in den Sternen.

Nun blicken wir mit Spannung in das neue Jahr. Ein guter Zeitpunkt, um unsere Einschätzung zu den wichtigen Marktfaktoren sowie unsere Anlageprinzipien im Sinne unsere Publikation zu „reflektieren“.

„Never fight the Fed“ hat sich 2019 wieder bewahrheitet. Die weiterhin expansive Geldpolitik sollte auch im



neuen Jahr ein positiver Faktor für Aktien bleiben, denn wir erwarten keine nennenswerte Veränderung in der expansiven Geldpolitik, weder in den USA noch in der Eurozone. Somit bleiben die Renditechancen von Zinspapieren tief und die Renditechancen von Aktien relativ attraktiv.

In Ergänzung steht die weitere Entwicklung der Unternehmensgewinne auf dem Prüfstand. Nach den fulminanten Vorjahren hat das Gewinnwachstum im letzten Jahr pausiert. Im Rahmen einer moderat wachsenden Weltwirtschaft erwarten wir für das Jahr 2020 positives Gewinnwachstum der Unternehmen. Für US-Unternehmen sehen wir höhere Gewinnwachstumschancen als in Europa oder in den Schwellenländern. US-Aktien werden somit weiterhin favorisiert.

Auch wenn die Rezessionsrisiken für das Jahr 2020 deutlich abgenommen haben, empfehlen wir weiterhin Gold und gewisse Liquiditätsreserven. Die Opportunitätskosten im Niedrigzinsumfeld sind für Gold tief und Wachstumsrisiken können nicht

ausgeschlossen werden. Vor diesem Hintergrund bleiben uns im Jahre 2020 Kursrückschläge nicht erspart.

Wichtig ist hierbei, die persönliche Investmentstrategie langfristig auszurichten und dieser treu zu bleiben. Im Jahr 2019 war die Versuchung gross, diesem Anlageprinzip nicht mehr zu folgen und Gewinne zu früh zu realisieren. Investoren, die dieser Versuchung widerstanden haben, wurden mit überdurchschnittlichen Renditen belohnt und können ohne Anlagedruck und Zuversicht ins neue Jahr starten.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen viel Spass bei der Lektüre und verbleibe

mit freundliche Grüssen,

MAXIMILIAN HEFELE, CFA
Leiter der Vermögensverwaltung



Bergos Berenberg Hausmeinung **Aktienmärkte** trotz dem politischen Stress

MARKTEINSCHÄTZUNG

	--	-	0	+	++
Aktien	○	○	●	○	○
Nordamerika	○	○	○	●	○
Zyklische Konsumgüter	○	○	●	○	○
Nichtzyklische Konsumgüter	○	●	○	○	○
Energie	○	○	●	○	○
Finanzdienstleistung	○	○	●	○	○
Gesundheitssektor	○	○	○	●	○
Industrie	○	○	○	●	○
Technologie	○	○	●	○	○
Materialien	○	○	●	○	○
Immobilien	○	○	●	○	○
Telekom	○	○	●	○	○
Versorger	○	●	○	○	○
Europa	○	○	●	○	○
Zyklische Konsumgüter	○	○	○	●	○
Nichtzyklische Konsumgüter	○	○	●	○	○
Energie	○	○	●	○	○
Finanzdienstleistung	○	○	○	●	○
Gesundheitssektor	○	○	●	○	○
Industrie	○	○	○	●	○
Technologie	○	○	○	●	○
Materialien	○	●	○	○	○
Immobilien	○	○	●	○	○
Telekom	○	○	●	○	○
Versorger	○	○	●	○	○
Schwellenländer	○	●	○	○	○

	--	-	0	+	++
Anleihen	○	●	○	○	○
Währung: US-Dollar	○	○	○	●	○
Duration	○	○	●	○	○
Staatsanleihen	○	○	○	●	○
Unternehmensanleihen	○	○	○	●	○
Finanzanleihen	○	○	●	○	○
Senior	○	○	●	○	○
Nachrang	○	○	●	○	○
Hochzinsanleihen	○	○	●	○	○
Währung: Euro	○	●	○	○	○
Duration	○	●	○	○	○
Staatsanleihen	○	●	○	○	○
Kern	○	●	○	○	○
Peripherie	○	●	○	○	○
Unternehmensanleihen	○	○	●	○	○
Finanzanleihen	○	○	●	○	○
Senior	○	○	●	○	○
Nachrang	○	○	●	○	○
Hochzinsanleihen	○	○	●	○	○
Schwellenländer	○	○	○	●	○
Hartwährung	○	○	○	●	○
Lokalwährung	○	○	○	●	○

	--	-	0	+	++
Alternative Investments	○	○	○	●	○
Rohstoffe	○	○	○	●	○
Energierohstoffe	○	○	○	●	○
Industriemetalle	○	○	●	○	○
Edelmetalle	○	○	○	●	○
Hedge Fonds Strategien	○	○	●	○	○
Long/Short	○	○	●	○	○
Relative Value	○	○	○	●	○
Macro	○	○	●	○	○
Event Driven	○	○	●	○	○
Wandelanleihen	○	○	○	●	○
Immobilien	○	○	●	○	○



M

Volkswirtschaft

A

C

R

O



Ausblick 2020: Gute Chancen für eine Wende zum Besseren



Dr. HOLGER SCHMIEDING
Chefvolkswirt, Berenberg

Drei Jahre nach dem Wahlsieg von Donald Trump ist der wichtigste Wachstumsmotor der Welt, der internationale Handel, im Jahr 2019 ins Stocken geraten. Trumps unberechenbare Handelskriege sowie die zunehmenden Probleme Chinas haben das Wachstum des Welthandels und der Weltindustrie zum Erliegen gebracht. Dies hat gerade weltoffene Wirtschaften wie Deutschland und die Schweiz empfindlich getroffen. In Europa haben die Brexit-Wirren den konjunkturellen Dämpfer im Laufe des Jahres 2019 noch einmal verstärkt.

Auch in den USA hat sich die Konjunktur 2019 etwas abgeschwächt. Dabei zeigt sich auf beiden Seiten des Atlantiks ein ähnliches Muster. Da die Industrie angesichts der Unsicherheit über die Zukunft des Welthandels in eine Krise gerutscht ist, halten sich Unternehmen bei Investitionen zurück. Auf die geringere Nachfrage nach Ausfuhren haben sie in 2019 zudem mit einem Abbau von Lagerbeständen reagiert. Dagegen hat der private Verbrauch erneut deutlich zugelegt. Auch der Wohnungsbau und höhere Staatsausgaben stützen die Binnenkonjunktur auf beiden Seiten des Atlantiks.



Die Kluft zwischen weitgehend robuster Binnennachfrage und einer schwächelnden Aussenwirtschaft in grossen Teilen der Welt kann nicht von Dauer sein. Entweder flauen die aussenwirtschaftlichen Schocks ab – oder die Schwäche der ausfuhrorientierten Industrie wird anhalten und zunehmend auf andere Teile der Wirtschaft übergreifen. Der Ausblick für 2020 hängt deshalb vor allem von den Antworten auf drei Fragen ab:

- 1) Wird Trump sich im Wahljahr 2020 etwas mässigen oder stattdessen den Welthandel weiter destabilisieren?
- 2) Kann China trotz grosser Strukturprobleme seinen Wachstumspfad zumindest halbwegs stabilisieren?
- 3) Wird Grossbritannien nach Boris Johnsons klarem Wahlsieg so geordnet aus der EU aussteigen, dass sich der Schaden in Grenzen halten wird?

Zum Jahresende 2019 sprechen gute Gründe dafür, dass die Antworten auf alle drei Fragen positiv ausfallen werden. Die USA und China stehen kurz vor dem Abschluss eines umfangreichen Abkommens, Johnson strebt einen geordneten Brexit an und Chinas kündigt weitere Konjunkturimpulse an. Sollte sich dies 2020 so einstellen, dürften Welthandel und Weltindustrie im Winter die Talsohle erreichen und sich ab dem Frühjahr 2020 wieder langsam erholen können. Dies würde gerade für Deutschland und die Schweiz einen erheblichen Unterschied ausmachen.

Trotz einer anhaltenden Schwäche des Welthandels gibt es bereits seit September einige Anzeichen für eine Wende zum Besseren in 2020. Nachdem Trump im August noch einmal neue Strafzölle gegen China angekündigt und teilweise schon verhängt hat, ist es in den drei Monaten danach ruhig geblieben. Mangels neuer schlechter Nachrichten hat sich die Stimmung vieler Unternehmen in der Industrie zuletzt etwas aufgehellt.



Wir erwarten, dass diese Tendenz in 2020 anhält:

- Auch wenn die USA und China für lange Zeit geostrategische Rivalen bleiben werden, so haben doch beide Seiten ein Interesse daran, ihren Handelskrieg nicht ausufern zu lassen. Das reine Ausbleiben schlechter Nachrichten dürfte ausreichen, um Unternehmen wieder etwas positiver in die Zukunft blicken und ihre Investitionen wieder etwas hochfahren zu lassen. Welthandel und Weltindustrie können sich dann langsam erholen. Schliesslich sind die Schäden auf beiden Seiten spürbar. Das Handelsabkommen der „Stufe 1“, das beide Seiten gerade vereinbart haben, könnte den Streit erheblich entschärfen. Es stützt die Hoffnung, dass Präsident Donald Trump im Wahljahr 2020 lieber „Deals“ abschliessen möchte, statt mit einer weiteren Eskalation seiner Handelskriege den US-Aufschwung zu gefährden und die Chancen seiner Wiederwahl zu vermindern.
- Chinas Konjunktur bleibt zwar schwach. Aber mit einer Vielzahl geld- und kreditpolitischer Trippelschritte wird es Beijing voraussichtlich erneut gelingen, einen Absturz zu vermeiden. Das schwache Exportgeschäft dürfte sich im kommenden Jahr leicht erholen. Nach einem Einbruch im Jahr 2019 dürfte der konjunkturell wichtige Automarkt in China bald die Talsohle erreicht haben.

- Grossbritannien wird sehr wahrscheinlich den harten Brexit ohne Anschlussabkommen vermeiden. Nachdem Boris Johnson am 12. Dezember die Wahl klar gewonnen hat, scheidet das Land am 31. Januar aus der EU aus. Mit dem Vollzug des politischen Austritts sind allerdings noch keinerlei Wirtschaftsfragen geregelt. Die Zeit bis zum Ablauf der Übergangsfrist Ende 2020, in der Grossbritannien im Binnenmarkt und der Zollunion der EU verbleibt, dürfte kaum ausreichen, um einen umfangreichen Handelsvertrag abzuschliessen. Dank seiner klaren Mehrheit im Parlament wird Johnson aber weniger Rücksicht auf die anti-europäischen Hardliner in seiner Partei nehmen müssen als zuvor. Das dürfte es ihm erleichtern, entweder zumindest ein Rumpfabkommen über den für die EU besonders wichtigen Güterhandel zu vereinbaren oder die Übergangsfrist um ein Jahr zu verlängern.

Sofern neue politische und wirtschaftliche Schocks ausbleiben, könnte Deutschland im Frühjahr 2020 die Stagnation der letzten drei Quartale beenden und im kommenden Herbst wieder eine in etwa normale Wachstumsrate von knapp 1.5% gegenüber dem Vorjahr erreichen. Wie üblich dürfte das Wachstum der flexiblen Schweizer Wirtschaft auch in 2020 etwas höher ausfallen als in Deutschland.

Gute Nachrichten kommen auch von jenseits des Rheins. Trotz aller Proteste



tragen Macrons Reformen in Frankreich erste Früchte. Die Zahl der Unternehmensneugründungen ist innerhalb von drei Jahren um knapp 50% gestiegen. Sofern Macronerwartungsgemäss auf Reformkurs bleibt, steuert Frankreich unabhängig von kurzfristigen Schwankungen der Konjunktur auf ein goldenes Jahrzehnt hohen Trendwachstums zu, so wie es Deutschland in den letzten zehn Jahren erlebt hat.

Nach den herben Rückschlägen der letzten drei Jahre, die Grossbritannien vor allem seiner Entscheidung für den Austritt aus der EU und den anschliessenden politischen Wirren zu verdanken hat, könnte sich die britische Konjunktur 2020 spürbar erholen. Da Unternehmen viele Investitionsentscheidungen vertagt haben, gibt es hier einen gewissen Nachholbedarf. Zudem will die Regierung die Nachfrage durch ein grosses Fiskalprogramm künstlich anfeuern, um so die Brexit-Schäden für einige Zeit zu überdecken. Im Herbst 2020 könnten die Wachstumsraten deshalb kurzzeitig 2% erreichen, sofern nicht eine neue Unsicherheit über die künftigen Handelsbeziehungen mit der EU dies überlagern sollte.

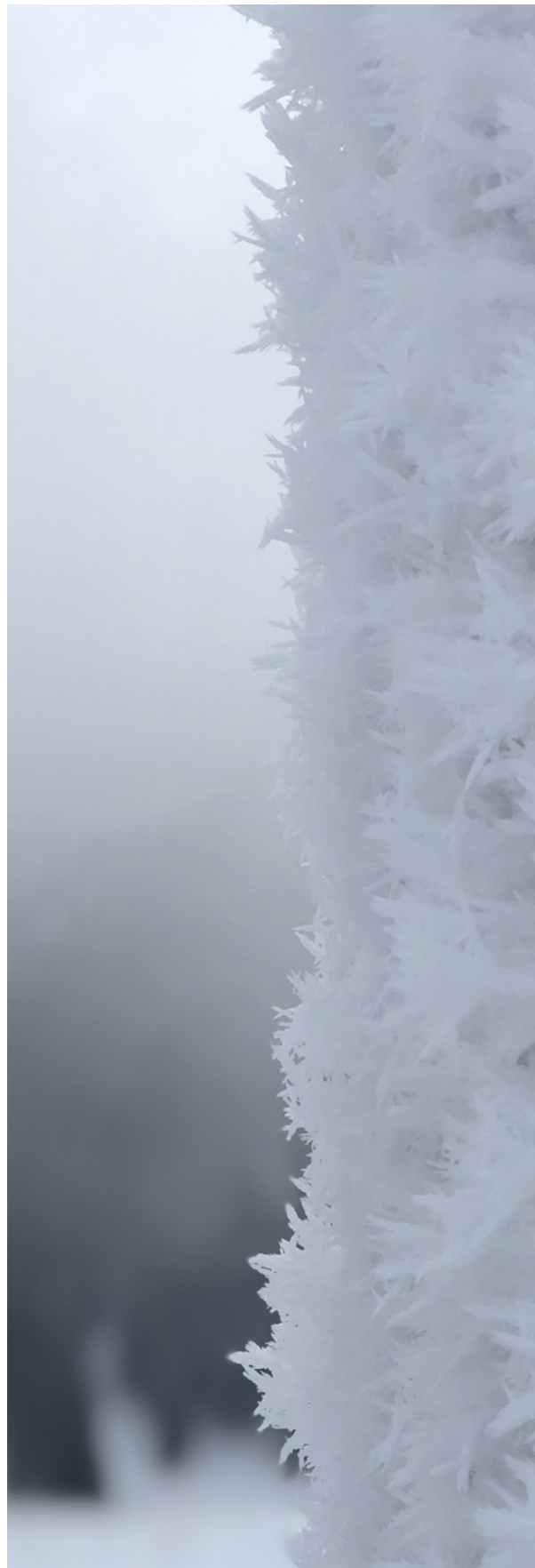
Auch für die Finanzmärkte kann 2020 ein insgesamt zufriedenstellendes Jahr werden mit etwas höheren Renditen für Anleihen, einem weiteren Anstieg wichtiger Aktienindizes, einer Rotation vieler Anleger hin zu mehr Risikofreude innerhalb der Aktienindizes und einem Kapitalstrom aus dem Dollar in andere

Währungen wie dem Euro. Der Euro kann dann gegenüber dem Dollar und dem Schweizer Franken wieder etwas zulegen. Angesichts eines nur verhalten zunehmenden Inflationsdrucks wird eine Wende bei den Leitzinsen auf beiden Seiten des Atlantiks jedoch noch auf sich warten lassen.

Allerdings bleiben die Unsicherheiten gross. Trump ist unberechenbar, die wirtschaftlichen Fragen des Brexit sind noch nicht gelöst und in vielen Ländern drohen neue oder alte politische Risiken. In den USA werden die Karten mit den Wahlen im November 2020 neu gemischt. Sollte Trump wiedergewählt werden, ohne dass seine Republikaner gleichzeitig auch eine Mehrheit im Repräsentantenhaus erreichen, dürfte sich wenig ändern. Trump würde weiter einige Regulierungen abbauen aber durch seine erratische Handels- und Aussenpolitik Unsicherheit schüren. Sollte stattdessen eine Demokratin oder ein Demokrat ins Weisse Haus einziehen, wäre es vermutlich umgekehrt: mehr Regulierungen und mehr Gewicht für den Umweltschutz gepaart mit einer weit berechenbareren Aussen- und Handelspolitik. Letzteres käme eher weltoffenen Ländern wie Deutschland und der Schweiz zu Gute. Auch 2020 dürfte ein spannendes Jahr werden.



*Auch für die Finanzmärkte
kann 2020 ein
zufriedenstellendes Jahr
erwartet werden*



A K T I E N

Aktien im Cross-Asset-Vergleich noch immer nicht teuer

Trotz politischer Unsicherheiten keine Anzeichen eines nachhaltigen wirtschaftlichen Abschwungs

Weiterhin expansive Geldpolitik der internationalen Notenbanken

„Yield Gap“ zu Anleihen und Positionierung der Marktteilnehmer positiv für Aktien

US-Präsidentenwahlen das zentrale politische Ereignis in 2020



TILL C. BUDELMANN
Aktienstrategie

Das Jahr 2019 war ganz massgeblich von politischen Diskussionen bestimmt. Allen voran die von US-amerikanischem Boden ausgehenden Handelskonflikte, aber auch die Brexit-Frage in Europa sorgten immer wieder kurzzeitig für Unsicherheit und Stress unter den Marktteilnehmern. Dennoch haben sich die Kapitalmärkte im vergangenen Kalenderjahr per Saldo äusserst positiv entwickelt. So konnte der breite S&P 500 Index zahlreiche neue Allzeithochs markieren und somit das bereits elfte Jahr der Hausse am US-Aktienmarkt einläuten. Wie bereits in den Jahren zuvor war es auch in 2019 die richtige Entscheidung, US-Aktien gegenüber Titeln aus Europa und den Schwellenländern grundsätzlich überzugewichten. Für Unterstützung an den Märkten sorgten eine Trendwende in der Geldpolitik der Zentralbanken und zuletzt eine Teilvereinbarung im Handelsstreit zwischen den beiden grössten Volkswirtschaften der Welt, den Vereinigten Staaten und China. Auch bezüglich des weiteren Brexit-Verlaufs hat sich die Unsicherheit nach dem deutlichen Sieg der Konservativen um Premierminister Boris Johnson bei der Unterhauswahl Mitte Dezember reduziert.

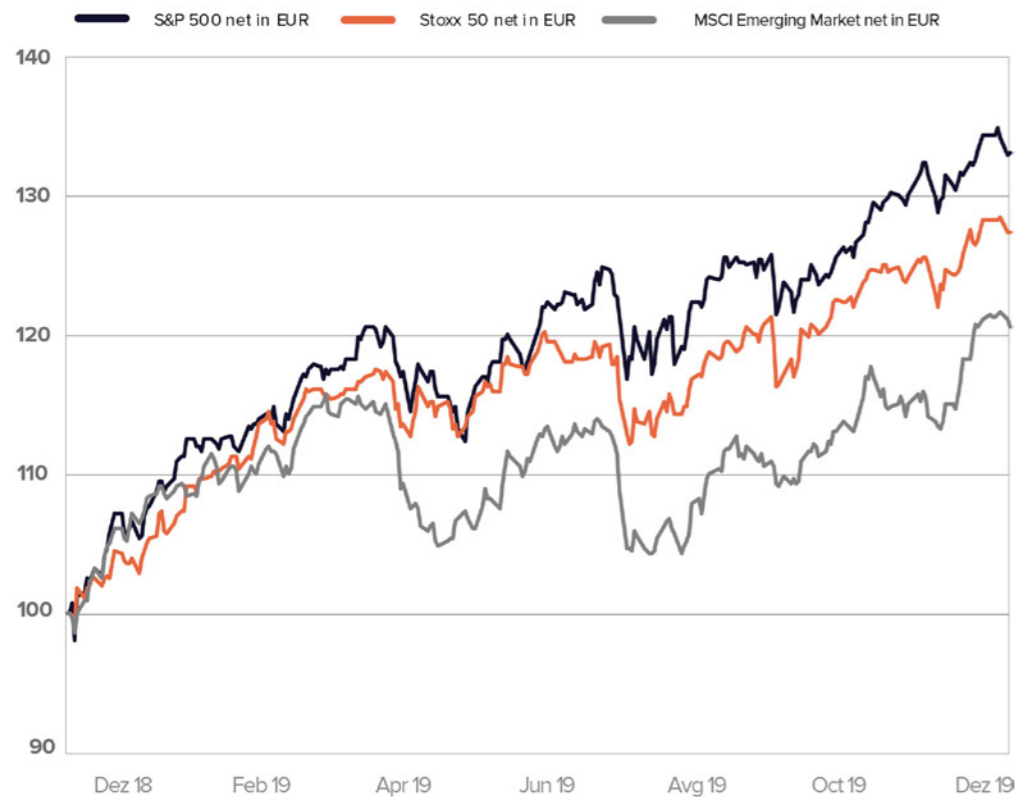


Abbildung 1: Entwicklung der internationalen Aktienmärkte in 2019

Indexiert auf 100
Quelle: Bloomberg, Bergos Berenberg, Daten per 31.12.2019

Keine Rezession, auch dank lockerer Geldpolitik

Auch wenn es die Entwicklung an den Aktienmärkten über die letzten Wochen nicht vermuten lässt: Die politische Unruhe im Laufe des vergangenen Jahres hat Spuren in der globalen Konjunktur hinterlassen. Insbesondere stark exportorientierten Volkswirtschaften wie Deutschland hat dies erkennbar zugesetzt. In der Folge lockerten viele Notenbanken ihre Geldpolitik, allen voran die US Fed mit insgesamt drei Zinssenkungen,

sogenannten „Insurance Cuts“. Basierend auf der Annahme, dass die politischen Belastungsfaktoren (Handelsstress, geopolitische Spannungen zwischen den USA und dem Iran etc.) nicht eskalieren, dürfte sich die Weltwirtschaft in diesem Jahr solide entwickeln. So rechnen wir in den USA mit einem Wirtschaftswachstum von zwei Prozent und in der Eurozone gehen wir von einer leichten Erholung der wirtschaftlichen Dynamik und einem BIP-Wachstum von einem Prozent aus.



Moderates Gewinnwachstum in 2020

In den Kalenderjahren 2017 und 2018 hatte die US-Politik von Deregulierungen und Steuersenkungen noch massiv die Umsätze befeuert und v.a. in 2018 zu einer gigantischen Margenausweitung geführt. In der Folge stiegen die Unternehmensgewinne in den USA in nur zwei Jahren um spektakuläre 38 Prozent. In 2019 lastete hingegen der Schaden aus dem Handelsstress auf den Zahlen. Am Ende wird in den USA vermutlich eine Nullrunde bezüglich des Gewinnwachstums in den Büchern stehen. In den Schwellenländern zeichnet sich ein ähnliches Bild ab, während in Europa sogar ein leichter Rückgang der Gewinne zu verzeichnen sein dürfte. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Aktienkurse war im letzten Jahr also eine weltweite Bewertungsausweitung zu konstatieren.

Für dieses Jahr rechnet der Analystenkonsens in den USA und Europa wieder mit den üblichen 10 Prozent Wachstum bei den Unternehmensgewinnen, in den Schwellenländern sogar mit etwas mehr. Bei den tatsächlichen Marktteilnehmern dürften die Erwartungen aber nicht einmal halb so hoch liegen. Auch

für uns erscheint die von den Analysten angenommene Margenexpansion wenig realistisch; wir denken, dass sich die unterschiedlichen diesbezüglichen Effekte aufheben sollten und wir weder eine spürbare Ausweitung noch eine relevante Kontraktion der Margen erleben werden. Bezüglich des globalen Umsatzwachstums (4 bis 5 Prozent) und des Ausmaßes an Aktienrückkäufen liegen unsere Erwartungen hingegen nahe bei den Analystenprojektionen. In Kombination mit einer angenommenen ganz leichten Bewertungsausweitung und einer Dividendenrendite im gewohnten Rahmen erwarten wir insgesamt ordentliche fundamentale Verhältnisse als Basis für die Gesamtrendite von Aktien in 2020.

Vor allem mit Blick auf die Bewertungen im Vergleich zu anderen Anlageklassen scheint auch in 2020 in einem liquiden Portfolio kein Weg an der Assetklasse Aktien vorbeizuführen. Dies wird besonders deutlich bei der Betrachtung des sogenannten „Yield Gaps“. Subtrahiert man zum Beispiel die Renditen der zehnjährigen US-Staatsanleihen von den Gewinnrenditen im S&P 500, so ergibt sich aktuell ein Unterschied von 3,6 Prozentpunkten. Vergleicht man diesen Wert wiederum mit verschiedenen Durchschnittswerten der letzten Jahre bzw. Dekaden, erscheinen US-Aktien im Cross-Asset-Vergleich auch weiterhin ziemlich attraktiv. In Europa ist dieser Zusammenhang sogar noch stärker ausgeprägt.



Vorerst keine Euphorie am Markt

Die Positionierung der Anleger erscheint im Schnitt zurzeit nicht offensiv, von Euphorie kann noch immer keine Rede sein. Allerdings ist es durchaus vorstellbar, dass es zum Start des neuen Jahres zu einer „Kapitulation der Bären“ (der bisher pessimistisch gestimmten Marktteilnehmer) kommt. Dies wäre kurzfristig zwar gut für die Märkte, mittelfristig aber womöglich gefährlich. War doch die allgemein vorherrschende Skepsis auch im letzten Jahr wieder ein angenehmer Begleiter der breiten Aufwärtsbewegung am Aktienmarkt.

In Europa befinden wir uns technisch an einem interessanten Punkt: Der breite Stoxx 600 Kursindex bewegt sich derzeit auf der Höhe seiner alten Allzeithochs der Jahre 2000, 2007 und 2015. Eine signifikante Überwindung dieses Widerstandes könnte starke Anschlusskäufe auslösen – gerade vor dem Hintergrund der aktuellen Positionierungen kein unrealistisches Szenario.

Grundsätzlich empfehlen wir zum Jahresstart, Aktien in einem Multi-Asset-Portfolio nicht unterzugewichten. Und auch wenn der Bullenmarkt in den USA nun schon über zehn Jahre anhält, bevorzugen wir weiterhin US-Aktien aufgrund des weiterhin bestehenden Trends der relativen Gewinnentwicklungen und des dezidiert positiven technischen

Umfelds gegenüber Aktien aus dem Rest der Welt; wobei wir europäische Aktien zuletzt eine Stufe hochgenommen haben und diese nun wiederum gegenüber Titeln aus den Emerging Markets bevorzugen.

US-Wahlen vor der Tür

Wie auch im letzten Jahr wird die Politik die Marktteilnehmer in 2020 beschäftigen und womöglich im Jahresverlauf für steigende Volatilität an den Kapitalmärkten sorgen. Handelskonflikte und Brexit-Diskussionen werden uns weiterhin erhalten bleiben. Das grosse Thema wird dann bald jedoch endgültig die US-Politik sein. In den letzten Wochen dominierten in den Medien ja bereits die Nachrichten über das sogenannte „Impeachment“ von Präsident Trump. Wir halten es trotz des ganzen Lärms jedoch für nahezu ausgeschlossen, dass er seine erste Amtszeit aus nicht-gesundheitlichen Gründen nicht erfüllen kann. Den Vorwahlen bei den Demokraten (den Anfang machen im Februar Iowa und New Hampshire) und dann dem Präsidentschaftswahlkampf bis zum Termin am 3. November messen wir allerdings eine grosse Bedeutung zu. Eine wechselvolle Seitwärtsbewegung der internationalen Aktienmärkte im Vorfeld der Hauptwahl erscheint nicht unwahrscheinlich. Die Reaktion des Marktes auf das Ergebnis hängt dann selbstverständlich stark vom letztendlichen Ausgang ab.

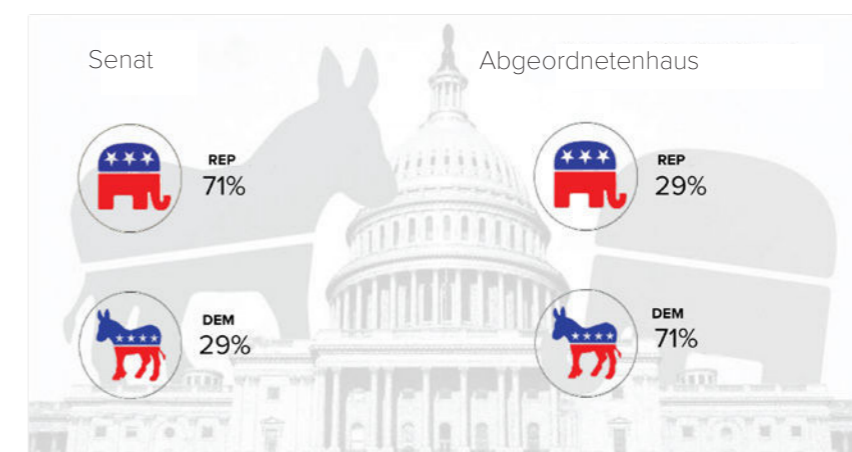
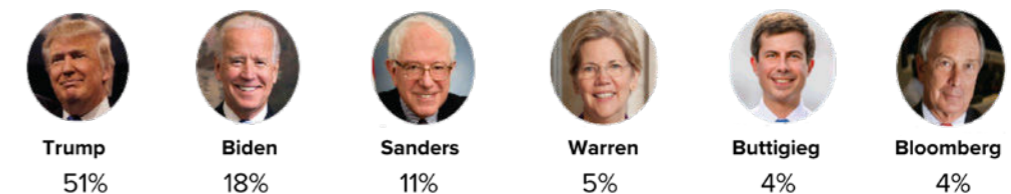


Neutral bis leicht positiv wäre für uns eine Wiederwahl Trumps, die potenziell eine Fortsetzung der Steuersenkungs- und Deregulierungspolitik zur Folge hätte, allerdings gleichermassen anhaltenden – womöglich sogar gesteigerten – Handelsstress bedeuten würde. Ein solcher Stress könnte mit einem zentristischen Demokraten mit dem Anfangsbuchstaben „B“ als Anführer der freien Welt (Biden, Buttigieg oder Bloomberg) wohl vermieden werden – allerdings ohne die entsprechenden angebotspolitischen Vorteile. Eher negativ wäre das Szenario

eines Wahlsieges von Bernie Sanders oder Elizabeth Warren bei einem weiterhin republikanisch kontrollierten Senat einzuschätzen. Die Trumpsche Steuerreform bliebe grundsätzlich in Kraft, es würden aber vermutlich wachstumshemmende Regulierungen einsetzen. Und eindeutig negativ wäre der Fall eines Präsident Sanders/Warren mit einer belastbaren demokratischen Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses zu bewerten. Ein solches Szenario stellt das grösste Risiko für unsere verhalten positive Aktienmarktsicht für 2020 dar.

Abbildung 2: Eintrittswahrscheinlichkeiten US-Wahlen 2020

Präsidentschaftskandidaten



Quelle: Election Betting Odds, Betfair, PredictIt, Bergos Berenberg, Daten per 06.01.2020

ANLEIHEN: NACH DEM REGEN FOLGT DER SONNENSCHNEIN

Globale Wachstumsverlangsamung weniger rapide als befürchtet

Zentralbanken weltweit wirken unterstützend für eine Weiterführung des Wachstums

Der erzielte „Phase 1“- Deal zwischen USA und China sowie die UK-Parlamentswahl geben neue Impulse für eine Erholung der globalen Industrie und des Handels

Zinsstrukturkurven deuten ebenso auf eine Entspannung hin



RENÉ BOLHAR, CAIA
Anleihenstrategie

Über wesentliche Teile des Jahres bestimmten zwei grosse geopolitische Konflikte das Verhalten und die Entwicklung an den Finanzmärkten: Neben der Frage nach einem mehr oder weniger geordneten Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU, hatten die Irrungen und Wirrungen um den anhaltenden Handelskonflikt zwischen den USA und China den grössten Einfluss auf das Marktgeschehen. Phasen einer vermeintlichen Entspannung folgten unweigerlich Twitter-Salven und negative Schlagzeilen, die den Konflikt und damit die Anspannung der Marktteilnehmer anfachten.

Mit einem Mal ist alles anders. In Grossbritannien entsprang mit PM Johnson eine starke Mehrheit für den weiteren Brexit-Kurs. Auf der anderen Seite des Atlantiks zeigte sich im Hinblick auf die anstehende US-Präsidentschaftswahl in diesem Jahr eine plötzliche Kompromiss- und Konsensbereitschaft. Waren im Vorfeld Drohungen und Verschärfungen bestehender Zölle und Handelsbeschränkungen das Mittel der Wahl, schienen sich die Akteure seit September des vergangenen Jahres tatsächlich anzunähern.

Mitte Dezember, pünktlich zur Jahresendralley, war es dann soweit: Ein erstes, als „Phase 1“- Deal bezeichnetes Abkommen wurde verabschiedet. Zwar bleiben einige



Fragen noch offen, doch kann diese Einigung als weitreichender bezeichnet werden, als der Name tatsächlich vermuten lässt. Neben der Rückführung teils bereits bestehender Zölle und einer Absichtserklärung über weitreichende Agrarhandelsgeschäfte in den kommenden Jahren, umfasst das finale Dokument auch Details zu strukturellen Aspekten in Bezug auf Wissenstransfer, dem erleichterten Zugang zum Chinesischen Finanzmarkt und wie im Falle neuerlicher Dispute gehandelt werden soll. Einige dieser Aspekte könnten sich nicht nur kurzfristig sondern sogar nachhaltig als zuträglich für den globalen Handel im Allgemeinen herausstellen.

Die globale Wirtschaft scheint von einer De-Eskalation zu profitieren und zeigt erste grüne Triebe einer Verbesserung. Zwar waren bereits im Vorfeld einige Bereiche wie der US-Arbeitsmarkt scheinbar unbetroffen. Auch die globalen Aktienmärkte zeigten über den Jahresverlauf konstant nach oben.

Die Stimmung war aufgrund sich verschlechternder Makroindikatoren, über weite Teile aber durch Besorgnis und Vorsicht geprägt.

An den Zinsmärkten spiegelte sich diese Skepsis in Bezug auf die tatsächliche Entwicklung wider. Gegenüber Jahresbeginn sanken beispielsweise die Renditen auf zehnjährige US-Staatspapiere von 2.69% auf ein Tief von 1.46% Ende August, um sich dann zum Jahreswechsel bei 1.90% einzupendeln. Und auch die

Form der Zinsstrukturkurven zeigt nur geringe Aufschläge auf längere Laufzeiten im Vergleich zum kurzen Ende. Vollkommene Erleichterung sieht anders aus. Dennoch kann man zum Jahresende von einer Entspannung in Bezug auf Wachstumssorgen sprechen.

Massgeblichen Anteil daran hatten auch die grossen Zentralbanken dieser Welt, allen voran die Europäische Zentralbank EZB und die US Fed. Während wir zu Jahresbeginn 2019 noch von einem Anstieg der Refinanzierungszinssätze ausgehen mussten, haben diese ihren Kurs gänzlich umgekehrt und, als Unterstützung der wirtschaftlichen Entwicklung, die Zinsen sogar gesenkt. Nach einer Wiederaufnahme der Anleihekäufe, gepaart mit einer weiteren Herabsetzung des Einlagenzinsen auf -50 Basispunkte in Europa, beziehungsweise drei aufeinanderfolgenden Zinssenkungen durch die US Fed, ist das Ziel einer stabilisierenden Unterstützung erst einmal erreicht und die Akteure „on hold“. Für weitere Massnahmen bedarf es neuer Impulse und dies gilt wohl für beide Richtungen.

Die Finanzmärkte zumindest preisen für das kommende Jahr weder dies- noch jenseits des Atlantik weitere Zinsschritte nach unten ein.

Stattdessen profitieren höher-rentierliche weil riskantere Anlagen wie High Yield von gleich zwei Seiten. Die fallenden Zinsen trugen ganz generell zu einer positiven Wertentwicklung bei. Die stetige



Nachfrage nach Rendite („Hunt for Yield“) und letztendlich auch die Wiederaufnahme der Zentralbankkäufe wirkten sich auch unterstützend auf die Kreditrisikoaufschläge aus.

Warum aber verharren die Zinsen dennoch auf niedrigen Niveaus?

Darüber kann man nur mutmassen. Zwar gibt es einige Anzeichen, die auf eine Weiterführung der Wachstumsdynamik hindeuten. Die Fundamentalsituation der Unternehmen ist robust, der Konsum zeigt sich als konstante Stütze des Wachstums, die Nachfrage nach festverzinslichen Anlagen bleibt anhaltend hoch. Nach einer derart langen Phase der Expansion fehlt vielen Akteuren aber scheinbar die notwendige Phantasie für eine weitere Wachstumsrunde. Nach unserem Dafürhalten zeichnet sich aktuell aber keine markante Abschwächung im Wachstumspfad und damit auch den Bewertungen der Finanzmärkte ab. Zwar bleiben auch wir vorsichtig und haben die

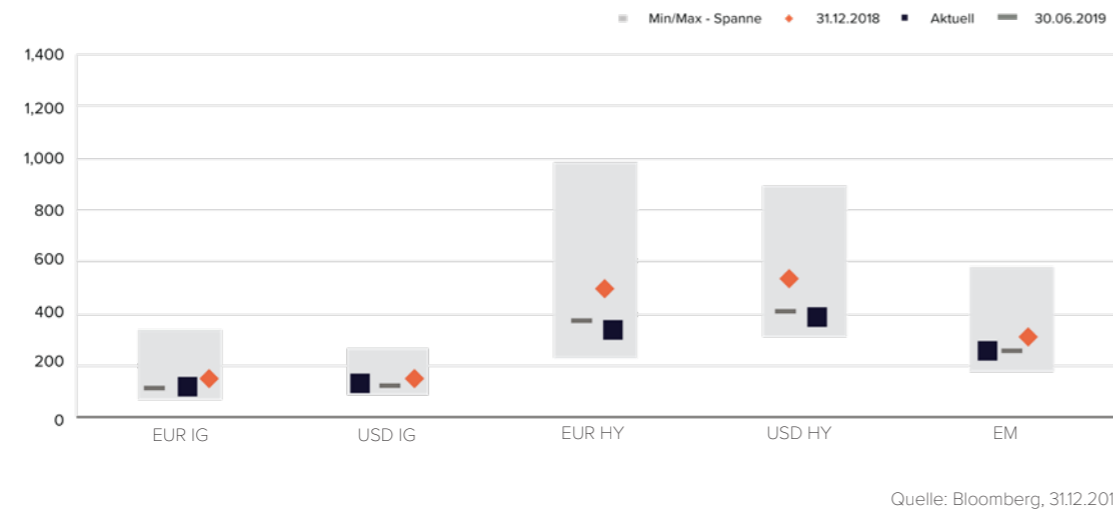
Durchschnittsqualität unserer Bestände sukzessive erhöht. Dennoch sehen wir nach wie vor Potential auch ausserhalb des Investment Grade-Spektrums.

Kommt es nun erneut zu einer Zinswende?

Davon ist nicht auszugehen. Die Mehrheit der Marktteilnehmer ist vorsichtig optimistisch für den Gesamtmarkt, bedarf aber offenbar noch etwas Überzeugung, um das Risiko durch eine Umschichtung in Aktien weiter zu erhöhen. Die Nachfrage von dieser Seite dürfte entsprechend hoch bleiben. Und auch der zweite bestimmende Faktor, die Zentralbanken, scheinen sich aktuell weder in die eine noch in die andere Richtung bewegen zu wollen. Die Gefahr von restriktiven Massnahmen überrascht zu werden, ist entsprechend ebenfalls begrenzt. Bleibt noch der generelle Ausblick auf die Weltwirtschaft. Ob die ersten grünen Triebe der Anfang einer neuen Wachstumsperiode sind, bleibt abzuwarten. Bis auf weiteres sehen wir die Zinsen in einem relativ konstanten Korridor.



Abbildung 1: Risikoaufschläge von Investment Grade, Hochzins- und Schwellenländeranleihen in EUR und USD
Betrachtungszeitraum 01.01.2010 - 31.12.2019



Wo lässt sich im Bereich der Festverzinslichen in 2020 noch Rendite erwirtschaften?

Gerade im Hinblick auf die jüngste Entwicklung im Handelskonflikt glauben wir uns in unserer Präferenz für Schwellenländeranleihen bestätigt. Sowohl in harter wie auch Lokalwährung sehen wir nach wie vor Potential für positive Renditebeiträge auch im kommenden Jahr. Massgeblichen Beitrag sehen wir allerdings im laufenden Ertrag durch Kupons, weniger hingegen durch steigende Bewertungen. Für den US-Amerikanischen Hoch-

zinsbereich sind wir vorsichtiger. Zwar ist das Niveau der Risikoaufschläge auf den ersten Blick attraktiver als noch zuvor in 2018. Die Bewegung kommt im Wesentlichen aber aus einer geringen Zahl von Einzeltiteln, die einen überproportionalen Effekt auf den durchschnittlichen Aufschlag haben. Die Mehrzahl der Unternehmen profitierte über das Jahr hinweg und ist derzeit im besten Falle fair bewertet. Sollte die Wachstumsdynamik im neuen Jahr erneut lahmen, so würde dieses Segment nach der äusserst starken Performance aller Wahrscheinlichkeit sensibler reagieren. Auch spielen technische Aspekte im Markt für Unternehmenskredite (sog. „Corporate Loans“) eine Rolle: höhere Anforderungen durch Kreditvereinbarungsklauseln dürften deren Emittenten im neuen Jahr vermehrt

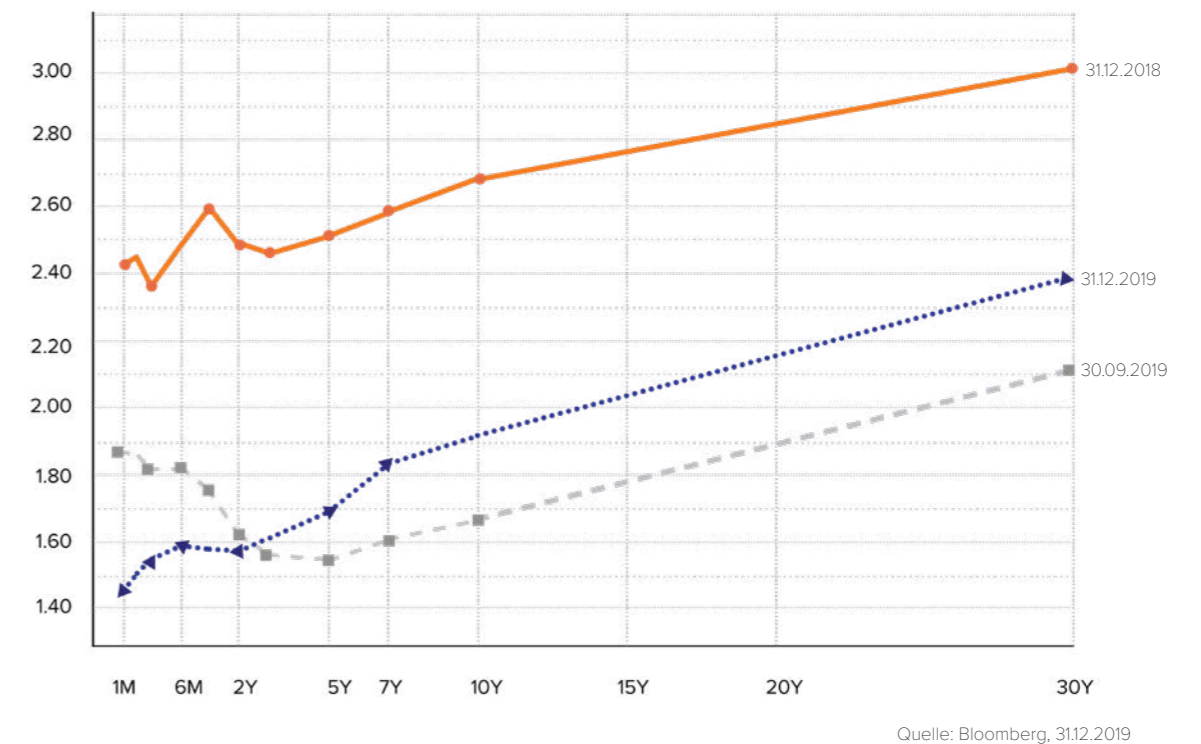


zu einem Ausweichen in das reguläre Hochzins-Anleihesegment drängen. Die erhöhte Netto-Emissionstätigkeit hätte per se einen nachträglichen Effekt auf den Gesamtmarkt.

Das Bild, das sich zum Jahreswechsel zeichnete, war also nicht so negativ wie es sich über das Jahr hinweg andeutete. Dennoch sehen wir für die kommenden Monate ein Ansteigen der Volatilität in Bezug auf Zinsen, wie auch Risikoaufschläge als das wahrscheinlichste Szenario. Das aktuelle Niveau der Risikoaufschläge wird in der Tendenz

vermutlich eher steigen. Einen markanten Sprung nach oben erwarten wir nicht. Entsprechend fühlen wir uns im Bereich der Investment Grade Unternehmensanleihen durch den zu erwirtschaftenden Aufschlag wohl. Nach wie vor spielt eine aktive und der Situation angepasste Handelsstrategie eine entscheidende Rolle zur Erzielung eines positiven Renditebeitrags im neuen Jahr.

Abbildung 2: Entwicklung der US-Zinsstrukturkurve
Betrachtungen: 31.12.2018; 30.09.2019; 31.12.2019





R O H S T O F F E



Eine expansivere monetäre Politik sowie eine mögliche erneute Beschleunigung der globalen Konjunktur bilden eine interessante Ausgangslage für den Rohstoffkomplex in 2020

Der weitere Verlauf der Handelsstreitigkeiten und die konjunkturelle Entwicklung bleiben jedoch elementar für das weitere Kurspotential zyklischer Rohstoffe

Edelmetalle weiterhin unterstützt durch das aktuelle Marktumfeld



SOUMAILA TÉKÉTÉ, CAIA, CIIA
Strategie Alternative Investments

Die derzeitige globale konjunkturelle Schwächephase lastet auch ein wenig auf den Rohstoffmärkten. Diese entwickelten sich über das Gesamtjahr 2019 hinweg zwar deutlich positiv, insbesondere zur Jahresmitte hin geriet die Aufholbewegung allerdings ein wenig ins Stocken. Ursache hierfür waren und sind in erster Linie die Handelsstreitigkeiten zwischen China und USA, die den Markt nach wie vor belasten. Nach dem deutlichen Sentiment Einbruch, der sich im Jahresverlauf letztlich auch in diversen Frühindikatoren wie beispielsweise den Einkaufsmanager Indizes widerspiegelte, zeichnet sich bei eben diesen allerdings bereits eine erste Bodenbildung ab. In Kombination mit einer global betrachtet deutlich expansiveren Zentralbankenpolitik sowie der marktspezifischen Dynamik einzelner Rohstoffe, ergibt sich aus unserer Sicht eine weiterhin konstruktive Position für den Rohstoffkomplex in diesem Jahr.

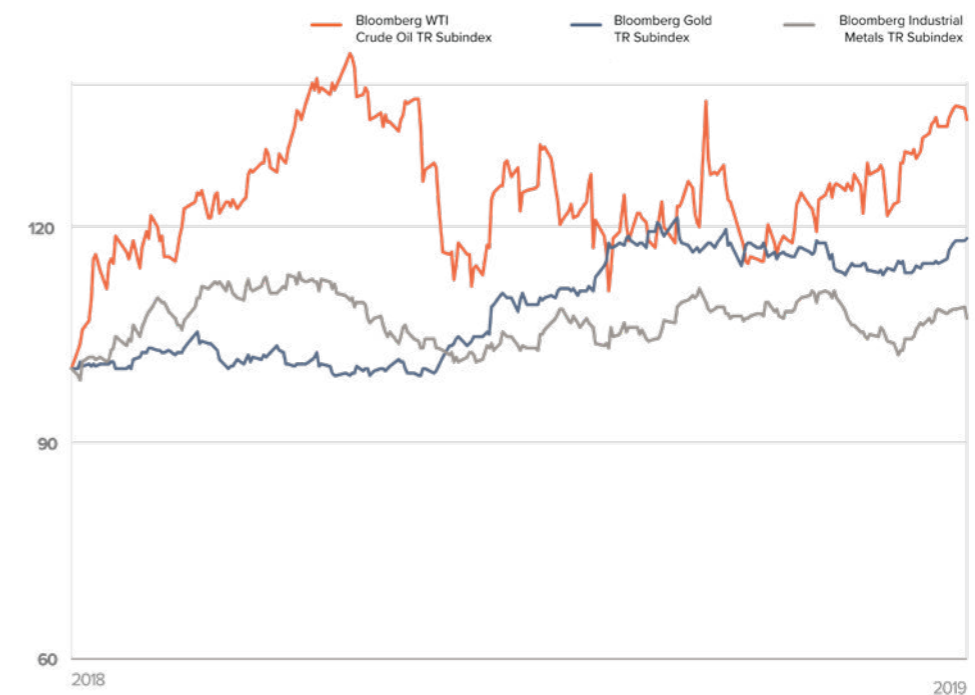


Abbildung 1: Wertentwicklung Rohstoffe über ein Jahr

Indexiert auf 100
Quelle: Bloomberg, Bergos Berenberg (31.12.2018-31.12.2019)



Ölpreise starten mit Unterstützung in das neue Jahr

Der Ölpreis konnte vor allem zu Beginn des vergangenen Jahres an Performance gut machen, während das zweite Halbjahr eher durch eine volatile Seitwärtsbewegung geprägt war. An den Ölmärkten sorgten vor allem die anhaltenden OPEC+ Kürzungen und eine entsprechend hohe Förderdisziplin für eine Stabilisierung angesichts der im Laufe des Jahres aufgekommenen konjunkturellen Verunsicherung. Auch in den USA, die in den letzten Jahren ihre Schieferölproduktion massiv ausgeweitet haben, ergab sich trotz der nachlassenden konjunkturellen Dynamik kein wesentlicher Nachfragerückgang. Dementsprechend entwickelten sich in der zweiten Jahreshälfte auch die US- Rohöllagerbestände völlig im Rahmen ihrer üblichen saisonalen Muster.

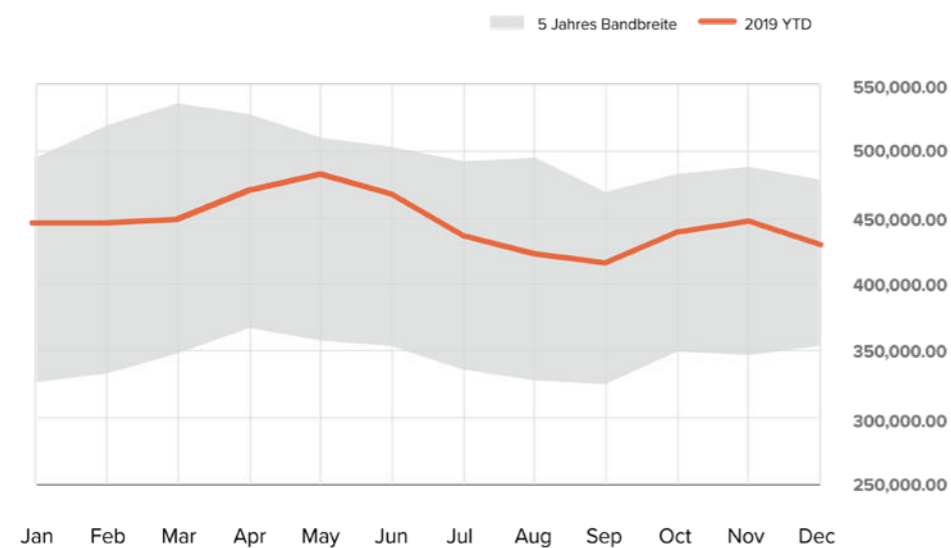


Abbildung 2: US Rohöl Lagerbestands-Bandbreite der letzten 5 Jahre, US Department of Energy

Quelle: Bloomberg, Bergos Berenberg (01.01.2015 - 31.12.2019)



Die geopolitischen Risiken, die sich unter anderem auch in den Sabotageakten an Öltankern im Golf von Oman und den Drohnenangriffen auf Saudi-Arabische Produktionsstätten manifestiert haben, bleiben bestehen. Durch den Anschlag fiel zwischenzeitlich knapp die Hälfte der Produktion des weltgrössten Rohöl Exporteurs quasi über Nacht aus. Dies lässt eine erneute Ein-Preisung einer entsprechenden Risikoprämie in den Ölpreis jederzeit wieder möglich erscheinen. Vor allem der jüngste tödliche US Luftanschlag gegen einen führenden Iranischen General hat dieses Risiko nochmals deutlich in den Vordergrund rücken lassen.

Positives Umfeld für Gold bleibt bestehen

Gold gehörte im abgelaufenen Jahr eindeutig zu den Gewinnern auf der Rohstoffseite. Das aktuelle Marktumfeld dürfte dafür sorgen, dass Gold auch im neuen Jahr anhaltenden Rückenwind erfahren wird. Denn inzwischen befinden sich nahezu alle wichtigen Zentralbanken wieder auf einem expansiveren geldpolitischen Kurs. Dies hält die Opportunitätskosten für Gold weiterhin sehr niedrig. Auch seine Funktion als „sicherer Hafen“ dürfte vor dem aktuellen konjunkturellen Umfeld auch in 2020 weiterhin für anhaltendes Interesse auf Investorensseite sorgen. Nach den starken Kursanstiegen im zweiten Halbjahr und auf Grund der hohen Anzahl spekulativer Positionierungen (Abbildung 4) kann es beim Goldpreis kurzfristig noch zu einer gewissen Konsolidierung kommen. Mittelfristig gehen wir aber davon aus, dass der Goldpreis seinen positiven Trend auch 2020 fortsetzen wird.

Randnotiz: OPEC+ Kürzungen

Die Organisation der erdölexportierenden Länder und ihre Verbündeten drosseln bereits seit 2017 aktiv ihre Rohölproduktion, um der drastisch gestiegenen Rohölproduktion durch die USA entgegenzuwirken. Die vereinbarte Kürzung beläuft sich seit dem jüngsten Treffen im Dezember 2019 auf insgesamt 2.1 Mio. Fass Rohöl pro Tag.

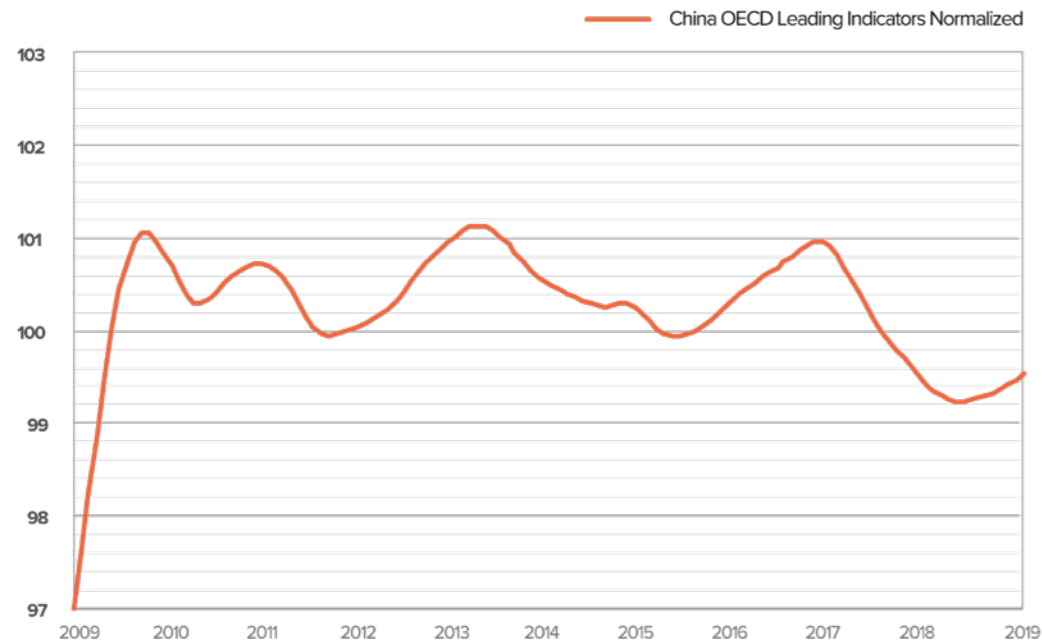


Abbildung 3: China OECD Frühindikator (normalisiert)

Quelle: Bloomberg, Bergos Berenberg (14.03.2009-31.12.2019)

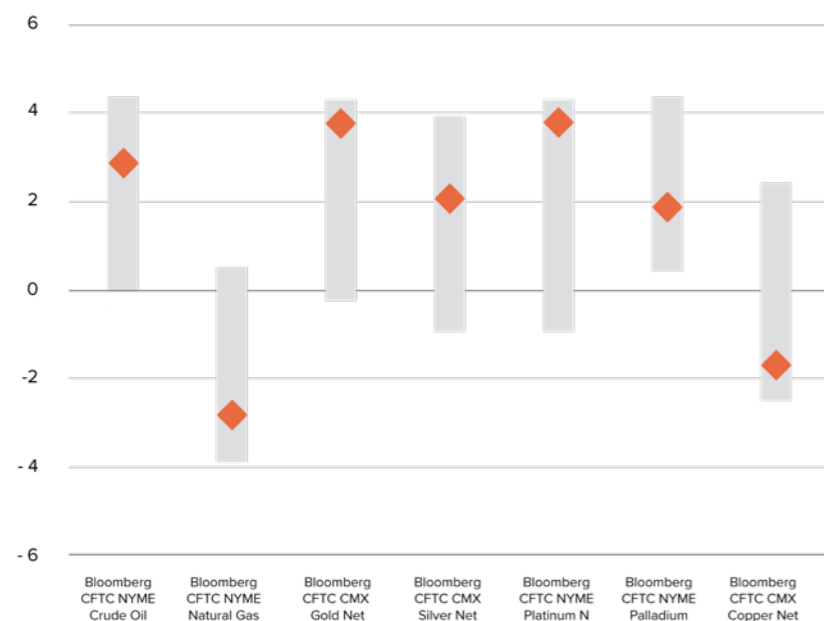


Abbildung 4: Spekulative CFTC Netto Positionierung und ihre historische Bandbreite

Quelle: Bloomberg, Bergos Berenberg (31.12.2008-31.12.2019)

Industriemetalle mit Chancen

Die Kurse der Industriemetalle befanden sich 2019 nahezu das ganze Jahr über in einer volatilen Seitwärtsphase. Insbesondere die konjunkturelle Verlangsamung Chinas und der anhaltende Handelskonflikt mit den USA wirkten limitierend für die Notierungen industriell genutzter Metalle. Die chinesischen konjunktur- und geldpolitischen Massnahmen dürften mittelfristig aber weiter für eine konjunkturelle Beschleunigung sorgen. Dies verdeutlicht sich unter anderem durch einen Blick auf die aggregierten Frühindikatoren der OECD für China, die nach einer Bodenbildung letztes Jahr zuletzt wieder an Fahrt gewonnen haben.

Diese mögliche konjunkturelle Beschleunigung würde auf ein reduziertes Angebot treffen, da die Lagerbestände einzelner Metalle in den letzten Quartalen mitunter deutlich gefallen sind. Darüber hinaus befinden sich die spekulativen Positionierungen bei Kupfer beispielsweise weiterhin auf historisch niedrigen

Niveaus und weisen deutliche Netto-Short Positionen auf. Dies erhöht das Kurspotential, da sich diese Marktteilnehmer im Falle einer weiteren Kurserholung gezwungen sehen könnten, ihre Short-Positionen durch Anschluss-Käufe einzudecken.

Wir sehen daher 2020 gute Chancen auf Kursgewinne bei Industriemetallen. Eine erneute und weitere Eskalation des Handelsstreits zwischen den beiden wirtschaftlichen Grossmächten USA und China könnte diese Chancen allerdings auch zunichtemachen.



Dr. JÖRN QUITZAU
Währungsstrategie, Berenberg



Devisenmärkte: Warten auf neue Trends

Das Jahr 2019 war reich an Ereignissen, aber arm an markanten Währungstrends. Ob geldpolitische Wende in den USA, die Neuauflage der EZB-Anleihekäufe oder die Wirren des Handelskrieges – ein starker Trend hat sich bei den wichtigsten Währungen nicht herauskristallisiert. Beim Währungspaar Euro/US-Dollar

pendelte der Wechselkurs die meiste Zeit zwischen 1.10 und 1.15 US-Dollar je Euro, mit leichten Vorteilen für die amerikanische Währung. Das britische Pfund schwankte kräftiger, allerdings hauptsächlich als Reflex der ständig neuen Nachrichten- und Gerüchtelagen zum Thema Brexit. Der Schweizer Franken legte zwar von April bis August gegenüber dem Euro spürbar zu und profitierte wegen der politischen Unsicherheiten von seiner Eigenschaft als sicherer Anlagehafen. Den Rest des Jahres schwankte der Wechselkurs aber in einem recht engen Band. Es wird also Zeit für neue Trends am Devisenmarkt.



Abbildung 1: Handelsgewichteter US-Dollar

Quelle: Bloomberg



US-Dollar: Sinkende Risiken dürften die US-Währung belasten

Der US-Dollar hat auf handelsgewichteter Basis im Jahresverlauf um rund 2 % leicht zugelegt. Die noch immer recht robuste US-Konjunktur sowie die im Vergleich zur Eurozone höheren Marktzinsen haben dem Dollar Auftrieb gegeben. Von der Geldpolitik gab es jedoch eher Gegenwind, weil die zu Jahresbeginn vom Markt noch erwarteten Zinsschritte nach oben ausblieben und die Fed ihre Zinsen stattdessen sogar dreimal senkte. Auch der Status als „Safe haven“-Währung hat dem Dollar im von Risiken geprägten Jahr 2019 geholfen. Gegenüber dem Euro stieg der US-Dollar etwas stärker um rund 3 %, weil die europäische Gemeinschaftswährung ihrerseits unter einer erneut expansiveren Geldpolitik und der Konjunkturschwäche gelitten hat. Das von uns für 2019 erwartete Euro-Comeback ist deshalb ausgefallen.

Für 2020 sehen wir zwar keinen kräftigen neuen Trend, aber zwei Faktoren, die den Euro im Jahresverlauf um ein paar Cent Richtung 1.15 US-Dollar je Euro stärken könnten: 1. Wenn sich der Handelskonflikt im kommenden Jahr etwas entspannt und der Brexit geordnet über die Bühne gebracht wird, gibt es für Anleger zwei wichtige Gründe weniger, sichere Anlagehäfen zu suchen. Kapital wird dann aus diesen sicheren Häfen – zum Beispiel aus den US-Treasuries – wieder abfliessen. Der US-Dollar verliert dann an Attraktivität und wird leichten Verkaufsdruck spüren. 2. Die Europäische Zentralbank wird voraussichtlich ihre äusserst expansive Geldpolitik fortsetzen, aber nicht noch weiter lockern. Da das Massnahmenbündel der EZB aus dem vergangenen September für die Marktakteure bereits zur Normalität geworden und im Wechselkurs enthalten ist, kann der Blick für den Euro jetzt wieder vorsichtig nach oben gehen.

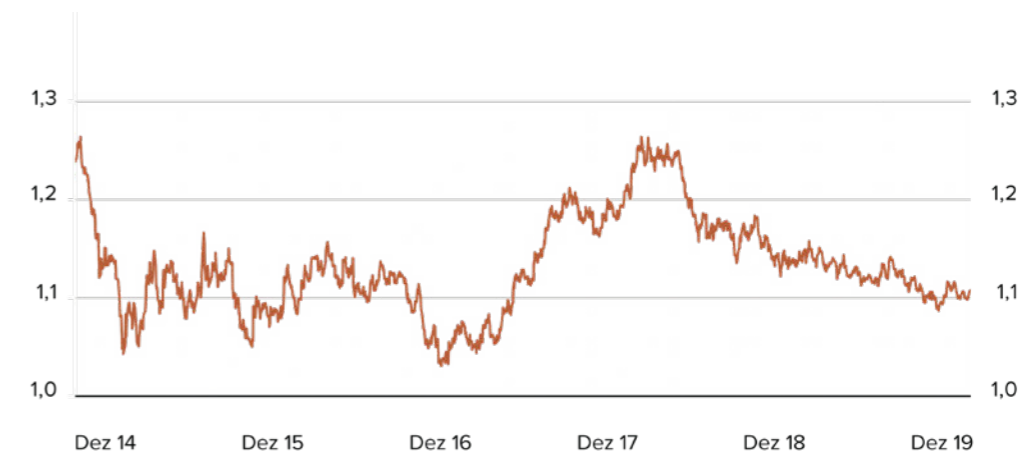


Abbildung 2: Euro in US-Dollar

Quelle: Bloomberg

Der Euro-Wechselkurs verlief seit Anfang Mai 2018 – mit einer ganz kurzen Unterbrechung – knapp unter der 200-Tage-Linie. Mitte Dezember, nach der Wahl in Grossbritannien und nach den positiven Nachrichten zum Handelskonflikt, kämpft der Wechselkurs mit dem Bruch der 200-Tage-Linie nach oben. Dies könnte das lang erwartete Signal für eine Trendwende am Devisenmarkt werden.

Sofern sich die Konjunktur gemäss unseres moderat positiven Hauptszenarios entwickelt, wird es in den ersten Monaten des neuen Jahres nach und nach Argumente für einen steigenden Euro geben: Ein geordneter Brexit Ende Januar würde

die innereuropäischen Unsicherheiten reduzieren. Eine Pause oder Einigung im Handelsstreit würde das Haupt-Risiko auf globaler Ebene für Unternehmen zumindest vorübergehend beseitigen. Damit könnte die exportorientierte europäische Wirtschaft wieder Fuss fassen und die Konjunktur erneut anspringen. Sollten sich die Probleme, anders als in unserem Haupt-Szenario unterstellt, auch im Jahr 2020 weiter fortsetzen oder ein unvorhergesehenes Ereignis zu neuer Risikoscheu an den Märkten führen, würde das Euro-Comeback allerdings weiter auf sich warten lassen.



Schweizer Franken: Eine unendliche Geschichte

Die Stärke des Schweizer Franken wird zur unendlichen Geschichte. Als sicherer Anlagehafen stand der Franken auch im Jahr 2019 unter Aufwertungsdruck. Wie schon 2018, als der Euro zum Franken kurzzeitig auf 1.20 steigen konnte und eine gewisse Wechselkursnormalität in Reichweite kam, gab es auch 2019 Hoffnungsschimmer: Im April stieg der Wechselkurs auf fast 1.15 Franken je Euro. Doch letztlich setzte sich die Franken-Stärke in beiden Jahren durch und der Euro fiel wieder unter die Marke von 1.10 Franken je Euro.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) stemmt sich mit allen Mitteln gegen die Stärke der eigenen Währung und behält

die extrem expansive Geldpolitik bei. Mit einem Leitzins von -0.75% und einem Zins auf Sichtguthaben von ebenfalls -0.75% sticht die SNB selbst aus der Gruppe aller ebenfalls expansiven Notenbanken nochmal heraus. Zum Vergleich: Die EZB hat den Leitzins „nur“ auf 0.0% und den Einlagenzins auf -0.5% gesetzt. Die SNB betont zudem weiter ihre Bereitschaft, am Devisenmarkt zu intervenieren, um der Franken-Stärke entgegenzuwirken.

Dank dieses geld- und währungspolitischen Kurses dürfte der Franken nicht weit über das aktuelle Niveau steigen. Allerdings sehen wir für das kommende Jahr auch nur überschaubares Abwärtspotential für den Franken. Wenn es dem Euro gelingt, im Jahresverlauf wieder in die Nähe von 1.15 Franken je Euro zu steigen, wäre dies schon ein Erfolg. Sofern unser Haupt-Szenario sinkender Risiken eintritt, sollte der Euro diesen Weg aber gehen können.



Britisches Pfund: Nach dem Brexit – zurück zur Normalität?

Für das Britische Pfund ging es im Jahr 2019 kräftig auf und ab. Getrieben wurde der Wechselkurs hauptsächlich von der Nachrichtenlage über den Ausgang der Brexit-Wirren. Als ein EU-Austritt ohne Vertrag wahrscheinlicher wurde und das Pfund unter Druck geriet, konnte der Euro im August in der Spitze auf über 0.93 Pfund je Euro steigen. Inzwischen ist der harte Brexit am Devisenmarkt ausgepreist. Das Pfund hat zum Euro deutlich zugelegt. Kurz nach der Wahl in Grossbritannien ist die europäische Gemeinschaftswährung auf ein Jahrestief von nur noch 0.83 Pfund je Euro gefallen. Wenn ein vertraglich geregelter Austritt gelungen ist und damit alle Restzweifel beseitigt sind, könnte die britische Währung nochmal einen kurzen, vorübergehenden Euphorie-Schub bekommen. Insgesamt sehen wir das aktuelle Niveau bei 0.83 Pfund je Euro für das nächste Jahr als angemessen an.

Die Bank of England hat sich mit Zinsänderungen in den letzten Monaten zurückgehalten und befindet sich im „Wait and see“-Modus. Nach dem Wahlsieg der Konservativen am 12. Dezember und einem geordneten Austritt aus der Europäischen Union am 31. Januar 2020 dürfte die BoE die Zinsen zunächst noch konstant halten. Im weiteren Jahresverlauf, vermutlich im dritten Quartal, wird sie die Zinsen anheben. Denn erstens plant Boris Johnson einen Fiskalstimulus und zweitens wird die Ausgabenfreude der Briten anspringen, wenn sich die Brexit-Unsicherheiten aufgelöst haben. Beides spricht für höhere Inflationsraten, sodass die Notenbank die Geldpolitik wahrscheinlich straffen wird. Wir werden uns erst wieder daran gewöhnen müssen, zu einer Normalität zurückzukehren, in der der Wechselkurs nicht mehr hauptsächlich von Brexit-Nachrichten getrieben wird. Grössere Kurssprünge erwarten wir im weiteren Jahresverlauf 2020 trotz strafferer Geldpolitik nicht.





Disclaimer

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

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

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

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

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

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

Copyright Bergos Berenberg AG
Alle Rechte vorbehalten
Stand: Januar 2020

Herausgeber

Maximilian Hefe, CFA
Leiter Vermögensverwaltung

Autoren

René Bolhar, CAIA | Anleihenstrategie
Till Christian Budelmann | Aktienstrategie, Leiter Fondsmanagement
Maximilian Hefe, CFA | Leiter Vermögensverwaltung
Dr. Jörn Quitzau | Währungsstrategie
Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
Soumaila Tékété, CAIA, CIIA | Alternative Investments



**BERGOS
BERENBERG**

Bergos Berenberg AG

HAUPTSITZ
Kreuzstrasse 5
8008 Zürich · Schweiz

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

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

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

www.bergos-berenberg.ch
info@bergos-berenberg.ch