

Investmentstrategie | Juni 2019

# Wellenreiter

EINFÜHRUNG .....	Seite 3
STRATEGISCHE RICHTUNG – WELLENREITER .....	Seite 4
INVESTIERT BLEIBEN BRINGT VORTEILE .....	Seite 6
WIN-WIN-LÖSUNG MIT NACHHALTIGEN INVESTITIONEN .....	Seite 8
EINE UNBEQUEME ÜBERRASCHUNG .....	Seite 10
GEGENSÄTZLICHE EINFLÜSSE BEI AKTIEN .....	Seite 12
IN WASSER INVESTIEREN .....	Seite 14
ANLEIHEN: NEGATIVE ZINSEN MACHEN SICH DEUTLICH BEMERKBAR .....	Seite 16
PRIVATE EQUITY: OPERATIVE KOMPETENZ IST DER SCHLÜSSEL .....	Seite 19
IMMER NOCH EINE POSITIVE EINSCHÄTZUNG ZU GOLD .....	Seite 20
LEITWÄHRUNGSSTATUS DES US-DOLLARS IN GEFAHR .....	Seite 21
MITWIRKENDE .....	Seite 22



**REINHARD PFINGSTEN**

Chief Investment Officer,  
Bethmann Bank  
› Juni 2019



**RICHARD DE GROOT**

Global Head Investment Centre,  
ABN AMRO Private Banking  
› Juni 2019

**EINFÜHRUNG**

Die Frage nach der weiteren Entwicklung erfordert zunächst einen Blick zurück, besonders nach einem volatilen und schmerzlichen Quartal, wie wir es Ende 2018 erlebt haben. Die zunehmende Angst vor einer Rezession und vor einem globalen Handelskrieg ließ die Märkte fallen – zum Teil um mehr als 20 %. Das erste Quartal 2019 war fast das genaue Gegenteil: Getragen von einem expansiveren Kurs der Zentralbanken ließ die Rezessionsangst allmählich nach und die Märkte erholten sich von ihren Tiefständen. Die Rally war überzeugend. Ich freue mich sehr, dass die Investoren – einschließlich unserer Kunden – einen Teil der Verluste von 2018 wieder wettmachen konnten.

Hier stellt sich die Frage: Wie geht es weiter? Kommt die Rezessionsangst zurück? Oder wird die Weltwirtschaft weiter wachsen, wenn auch vielleicht etwas langsamer? Wir halten ein weiteres Wachstum für möglich. Der Konsumtrend hält an, getragen von einer niedrigen Arbeitslosigkeit, und sowohl die Zinsen als auch die Inflation sind niedrig; da scheint es kaum einen Grund dafür zu geben, dass die Konjunktur ihr Wachstum nicht leicht beschleunigen sollte. Allerdings müssen die weiter wachsenden Spannungen im Handelsstreit zwischen den USA und China eng beobachtet werden. Für die Investoren bedeutet dies: Sie können die Welle noch etwas länger reiten.

In diesem Anlageausblick stellen wir unsere aktuelle Analyse der Finanzmärkte vor, einschließlich unserer Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen, des veränderten geldpolitischen Kurses der Zentralbanken und der politischen Änderungen, die die Regierung in China momentan umsetzt. In unserem Blick auf die Aktienmärkte empfehlen wir Sektoren und Regionen, in denen Anleger sinnvoll investieren können. Auch die Schwellenländer spielen im aktuellen Ausblick eine wichtige Rolle, insbesondere für Anleiheinvestoren. Darüber hinaus bieten Schwellenmärkte interessante Möglichkeiten für nachhaltige Investitionen.

Der aktuelle Anlageausblick wurde von den Anlagespezialisten der ABN AMRO und der Bethmann Bank erstellt. Ihr Berater unterstützt Sie gern mit Ideen, wie Sie von den Entwicklungen, die für den Rest des Jahres zu erwarten sind, profitieren können.

Mit freundlichen Grüßen

Reinhard Pfingsten  
Richard de Groot

# STRATEGISCHE RICHTUNG – WELLENREITER

Die US-Wirtschaft wächst seit 2009. Dieser Aufschwung dürfte in den kommenden Monaten einen neuen Rekord erreichen. Je länger er anhält, desto mehr stellt sich die Frage, wann er endet.

Für das Ende eines Aufschwungs gibt es eine Bezeichnung: Rezession. Davor haben viele Angst, vor allem, weil Rezessionen fast immer mit fallenden Märkten einhergehen.

Die Konjunkturindikatoren sind in den vergangenen Monaten gefallen. Es gab in den USA sogar vorübergehend eine Inversion der Renditekurve – ein Phänomen, das als klassischer Vorbote einer Rezession gilt. Wir glauben trotzdem, dass keine Rezession in Sicht ist und das Wirtschaftswachstum weitergeht, wenn auch langsamer als in den vergangenen Jahren.

## EINIGE POSITIVE VERÄNDERUNGEN WERDEN DIE KONJUNKTUR STÜTZEN ...

### Die Geldpolitik ist expansiver geworden

Einer der Hauptgründe für die Erholung der Aktienmärkte hat sicher mit dem Kurswechsel der Federal Reserve (Fed) in den USA zu tun. Im Oktober 2018 signalisierte Fed-Chef Jerome Powell, es werde noch einige weitere Zinserhöhungen geben. Das hat sich in den vergangenen Monaten aber geändert. Aktuell gehen wir sogar von ein bis zwei Zinssenkungen in diesem Jahr aus. Die Angst vor höheren Zinsen, die sich negativ auf die Unternehmensgewinne auswirken, ist deshalb vom Tisch. Wir rechnen damit, dass die aktuell wieder expansive geldpolitische Haltung der US-Notenbank ein wichtiger Kurstreiber für risikobehaftete Vermögenswerte bleibt.

### Löst China eine neue Welle aus?

Die chinesische Regierung konzentriert sich vorerst stärker darauf, das Wirtschaftswachstum zu stabilisieren, als die Schulden zu senken. Auch wenn die Konjunkturimpulse deutlich geringer sind als in früheren Jahren, gibt es erste Anzeichen dafür, dass sie wirken. Eine starke chinesische Wirtschaft ist aus vielen Gründen wichtig. Erstens ist China die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt. Was aber noch schwerer wiegt: Von einem Wirtschaftswachstum in China profitieren auch sämtliche Länder, die dorthin exportieren. Das gilt für andere Schwellenländer in der Region ebenso wie für Deutschland, das definitiv von höheren Exporten profitiert.

### Politische Risiken bleiben

Vergangenes Jahr spielten politische Risiken eine große Rolle; inzwischen wissen wir aber, dass sich ihre Auswirkungen in Grenzen halten. Wir gehen nicht davon aus, dass die politischen Risiken in Europa wieder aufflammen, bleiben aber wachsam. Die Entscheidungen und Schlagzeilen zum Brexit sind auf Oktober verschoben worden. Wir sind nach wie vor der Meinung, dass sich die Auswirkungen des Brexits vor allem auf Großbritannien konzentrieren. Wir rechnen nicht mit einer Gefährdung der Weltwirtschaft.

## ... NICHT ALL UNSERE SORGEN SIND ZERSTREUT.

### Weltweite Schwäche im Fertigungssektor

Die Wirtschaftsdaten waren in den vergangenen Monaten insbesondere im Fertigungssektor schwach. Wir gehen davon aus, dass bei diesen Indikatoren eine Stabilisierung einsetzt und wir im zweiten Halbjahr 2019 eine Verbesserung erleben. Bleibt die Fertigungsindustrie jedoch schwach, könnte dies die Fortsetzung des Aufschwungs bedrohen.

### Wird der Handelskrieg wirklich beendet?

Es ist zwar zu erwarten, dass sich China und die USA irgendwann einigen, aber wie eine solche Einigung aussehen wird, bleibt abzuwarten – vor allem jetzt, da

die Spannungen wieder eskaliert sind. Außerdem müssen wir erst noch sehen, ob eine solche Einigung den Handelsstreit zwischen den beiden Supermächten tatsächlich beendet, oder ob viele Fragen offen bleiben und die Investoren weiter Grund zur Sorge haben werden. Zudem besteht das Risiko, dass US-Präsident Donald Trump einen Handelsstreit mit Europa anzettelt.

### Anleihemarkt hat ein wichtiges Signal gegeben

Im ersten Quartal 2019 haben wir in den USA kurzzeitig eine inverse Renditekurve erlebt. Dies bedeutet, dass die Investoren für Anleihen mit kurzer Laufzeit höhere Zinsen verlangen als für länger laufende Schuldtitel. In der Vergangenheit war eine solche Umkehrung der Zinsstrukturkurve von Staatsanleihen ein zuverlässiger Frühindikator für eine Rezession. Wichtig ist hier aber, dass es nach einer Inversion der Zinskurve in der Regel über ein Jahr dauert, bis die Rezession beginnt. Wir halten wachsam Ausschau nach weiteren Signalen der Renditekurve.

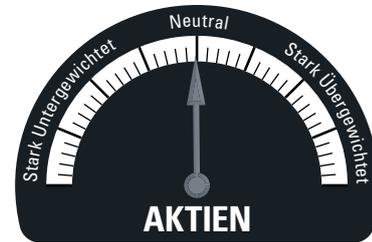
### MÖGLICHE CHANCEN FÜR IHR PORTFOLIO

#### USA nach wie vor favorisiert

Bei Aktien ziehen wir die USA dem Rest der Welt immer noch vor. Bei der anhaltend niedrigen Arbeitslosigkeit rechnen wir damit, dass die Verbraucher in den USA eine wichtige Konjunkturstütze bleiben. Außerdem sind die USA weniger abhängig vom Welthandel, insbesondere im Vergleich zu Schwellenländern oder Europa. Bei Anleihen bieten die Schwellenländer Potenzial. Die dortigen Schuldtitel sind zwar nicht billig, bieten aber ein attraktives Renditeniveau. Wir empfehlen auf harte Währungen (zum Beispiel USD) lautende Titel mit Wechselkursabsicherung gegenüber dem EUR.

#### Informationstechnologie (IT) und Kommunikationsdienstleistungen sind attraktiv

Die Sektoren IT und Kommunikation dürften sich in einem Umfeld mit geringerem Wachstum sehr gut entwickeln, weil sie weniger konjunkturabhängig sind. Zudem profitieren beide Sektoren von der Digitalisierung. Der Wettbe-



werbsvorteil dieser Unternehmen dürfte ihnen eine höhere Preismacht und in der Folge höhere Margen bescheren.

#### Suche nach Rendite bei Anleihen

An den Anleihemärkten vernünftige Renditen zu finden, ist schwierig. Die meisten qualitativ hochwertigen Anleihen haben aufgrund der niedrigen Zinsen eine negative erwartete Gesamtrendite. Wir empfehlen, sich auf Anleihen zu konzentrieren, die noch eine geringe positive Gesamtrendite bieten können; dazu gehören unter anderem Unternehmensanleihen mit einer Investment-Grade-Einstufung.

Richard de Groot  
Global Head Investment Centre



---

# INVESTIERT BLEIBEN BRINGT VORTEILE

Sie finden sich sicher gelegentlich in Gesprächen, in denen es um die Frage geht, wann der beste Zeitpunkt für Aktienkäufe ist, oder ob man nicht doch lieber ganz die Finger vom Markt lässt.

---

Es wird über Marktbedingungen und das globale Wirtschaftsumfeld gesprochen, und man versucht den optimalen Zeitpunkt für Aktieninvestitionen abzuschätzen. Diese Überlegungen sind auch unter dem Begriff Markt-Timing bekannt. Jeder will voll investiert sein, wenn die Märkte steigen, und am besten alles verkauft haben, wenn die Kurse fallen. Bei solchen Entscheidungen geht es aber nicht nur um die Richtung der Märkte, sondern auch um die Größe Ihrer Positionen. Die hängt davon ab, wie viel Vertrauen Sie in Ihre Prognose der Marktrichtung haben. Eine vollständige Auflösung Ihrer Positionen würde bedeuten, dass Sie einem Marktrückgang eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 100 % beimessen. Wenn Sie bei fallenden Märkten komplett aussteigen, verzichten Sie außerdem auf andere Wertentwicklungsmöglichkeiten, etwa eine erfolgreiche Aktienausswahl; manche Titel steigen selbst in einem insgesamt fallenden Markt.

## INVESTIERT BLEIBEN IST EINE GUTE STRATEGIE

Ein aktiver Anleger muss jeden Tag aufs Neue über seine Positionen entscheiden und die Kursentwicklung des Folgetags antizipieren. Bei diesem Ansatz ist jedoch die Wahrscheinlichkeit hoch, dass ein Anleger Tage mit einer guten Performance verpasst und an Tagen mit hohen Kursverlusten investiert ist.

Wie die Abbildung zeigt, ist es entscheidend, an den richtigen Tagen im Markt investiert zu sein. Ein paar wenige Tage entscheiden in der Regel über den Großteil der jährlichen Gesamtperformance. An diesen Tagen nicht investiert zu sein, dezimiert die Wertentwicklung des Portfolios erheblich.

## MARKT-TIMING SENKT DIE DURCHSCHNITTSRENDITE

Basierend auf Daten für ein Portfolio, das unserem ausgewogenen Risiko-Rendite-Profil folgt, lag die durchschnittliche jährliche Gesamtrendite in den vergangenen 15 Jahren bei 5,6 %. Diese Rendite hat sich ergeben, wenn Kunden gemäß unserer empfohlenen strategischen Asset-Allokation investiert haben. Noch nicht berücksichtigt ist hier die Überschussrendite, die sich aus dem aktiven Management im Rahmen der taktischen Asset-Allokation ergibt, die von unserem Investment Committee vorgegeben und über die Aktienausswahl unserer Experten umgesetzt wird. In konkreten Zahlen heißt das: Eine Anfangsinvestition von 100 Euro im Jahr 2003 wäre bis Ende 2018 allein mit der strategischen Asset-Allokation auf 231 Euro angewachsen und hätte mit unserem aktiven Management sogar einen Wert von 263 Euro erreicht.

## AN DEN BESTEN TAGEN DABEI ZU SEIN, IST ENTSCHEIDEND

Angenommen, Sie wären nur an den zehn besten Tagen eines jeden Jahres investiert gewesen. Dann hätte die durchschnittliche jährliche Rendite bei Risikoprofil 4 ohne aktives Management 9,8 % und mit aktivem Management 10,4 % betragen. Damit wären die 100 Euro nur mit der strategischen Asset-Allokation auf 441 Euro und mit einer zusätzlichen taktischen Allokation auf 483 Euro angewachsen.

Dieser enorme Renditezuwachs verdeutlicht, wie wichtig es ist, an den besten Handelstagen am Markt investiert zu sein. Markt-Timing dagegen birgt in der Praxis das hohe Risiko, dass ein Anleger an diesen Tagen nicht investiert

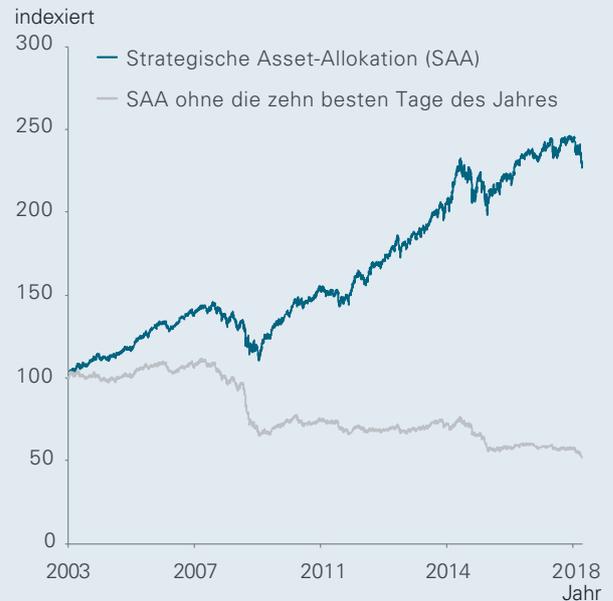
ist, was die jährliche Gesamtperformance erheblich dezimiert. Ohne die zehn besten Tage eines jeden Jahres schrumpft die durchschnittliche jährliche Wertentwicklung bei Risikoprofil 4 auf -3,6 %. An diesen Tagen nicht investiert zu sein, hätte Ihnen also unter dem Strich einen Verlust beschert.

Diese Beispiele zeigen, dass die Gesamtperformance in hohem Maße von wenigen Tagen abhängt. Dieses Prinzip gilt für Gesamtmärkte, Indizes und einzelne Aktien. Leider lassen sich die besten Tage nicht vorhersagen.

Deshalb empfehlen wir, investiert zu bleiben und den Umfang Ihrer Positionen danach zu bemessen, wie sicher Sie sich sind, dass sich der Markt in eine bestimmte Richtung entwickelt. Mit aktivem Management, Diversifizierung und Risikosteuerung – Dinge, die wir in unserem Anlageprozess berücksichtigen – kann sich eine über der Marktentwicklung liegende Gesamtrendite erzielen lassen.

Reinhard Pfungsten  
Global Head Asset Allocation Services und  
CIO Bethmann Bank

## Die besten Handelstage zu verpassen, schadet der Performance



Indexierter Vergleich zwischen der Gesamtperformance einer strategischen Asset-Allokation nach unserem ausgewogenen Risiko-Rendite-Profil (blau) und der Performance desselben Profils ohne die zehn besten Handelstage eines jeden Jahres (grau).

Quelle: Berechnungen basieren auf der strategischen Asset-Allokation von ABN AMRO, mit Index-Daten von Bloomberg, Factset, MSCI und Barclays auf Basis der Netto-Gesamtrendite (total return net basis), vor Kosten. Vergangene Ergebnisse bieten keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.



---

# WIN-WIN-LÖSUNG MIT NACHHALTIGEN INVESTITIONEN

Nachhaltiges Investieren in Schwellenländern ist eine Möglichkeit, die Herausforderungen der Zukunft zu meistern. Bestimmte Regionen der Welt sind für nachhaltige Ansätze aber schwieriger als andere.

---

Investoren mit einem globalen Portfolio stehen vor der Frage, wie sie in Ländern oder Regionen, die für Kontroversen, mangelnde Transparenz oder Umweltprobleme bekannt sind, nachhaltige Anlageentscheidungen treffen können. Wir lösen dieses Problem, indem wir für die Auswahl von nachhaltigen Unternehmen schon bei der finanziellen Analyse ökologische, gesellschaftliche und Governance-bezogene Faktoren (ESG) berücksichtigen und Themenschwerpunkte setzen, die sich an den UN-Zielen für nachhaltige Entwicklung (SDGs: Sustainable Development Goals) orientieren.

## DIE BESTEN INVESTMENTS NACH ESG- UND SDG-KRITERIEN

Wenn ein Unternehmen bei ESG-Faktoren gut abschneidet, ist das nicht nur gut für die Investoren, wengleich der Index-Anbieter MSCI in einer aktuellen Untersuchung herausgefunden hat, dass Unternehmen mit guten ESG-Noten eine geringere systemische Volatilität, niedrigere Kapitalkosten und höhere Bewertungen aufweisen als andere Unternehmen.<sup>1</sup> Auch die Beschäftigten, die Umwelt, die Lieferkette und die Kunden profitieren von einer guten ESG-Bilanz. Dies liegt daran, dass die drei ESG-Bereiche eine Vielzahl von wichtigen Themen umfassen, die zu einer nachhaltigeren Welt beitragen.

Unter E wie Environment fallen Themen wie die Qualität unserer Luft, die biologische Artenvielfalt oder Verbrauch und Schutz von Wasser. Hinter dem S für soziale Faktoren können Menschenrechte, Vielfalt am Arbeitsplatz und Arbeitsbedingungen stehen; und das G für Governance umfasst Themen wie das Kartellrecht oder die Offenle-

gung von wesentlichen Risiken. Wichtig sind diese Punkte in allen Teilen der Welt, aber in Schwellenländern stellen sie besonders große Herausforderungen dar.

Es ist verständlich, dass Unternehmen, die den ESG-Zielsetzungen entsprechend handeln und berichten, erfolgreicher sind als andere und eher eine positive Wirkung entfalten. Doch während es bei ESG-Faktoren in erster Linie um die geschäftliche Praxis von Unternehmen geht, ermöglichen uns die SDGs, gezielt in Unternehmen zu investieren, die Lösungen für den Klimawandel und andere globale Herausforderungen anbieten.

Die Vereinten Nationen beschreiben ihre Ziele für nachhaltige Entwicklung als Plan für eine bessere und nachhaltigere Zukunft für alle. Die 17 Ziele decken Themen ab wie Armut, bezahlbare und saubere Energie sowie verantwortliches Verhalten bei Produktion und Konsum. Deshalb beschränken sich unsere thematischen Aktieninvestments nicht auf Klimaschutzinitiativen. So investieren wir zum Beispiel nicht nur in einen der größten Betreiber von Offshore-Windparks (SDG Nr. 7: bezahlbare und saubere Energie) und einen Hersteller von Wasseraufbereitungsanlagen und -pumpen (SDG Nr. 6: sauberes Wasser und Sanitärversorgung), sondern auch in einen niederländischen Spezialchemiekonzern, der das dritte Ziel voranbringt: Gesundheit und Wohlergehen.

## GUTES TUN MIT NACHHALTIGEN ANLEIHEN

Auch Anleiheinvestoren haben Möglichkeiten für nachhaltiges Investieren. Eine der interessantesten Entwicklungen der vergangenen zehn Jahre ist das Wachstum des Markts für grüne Anleihen. Grüne Anleihen dienen der Finanzie-

---

<sup>1</sup> MSCI: „Foundations of ESG Investing“, November 2017.

zung von umweltfreundlichen Projekten. Das Emissionsvolumen übersteigt inzwischen 500 Mrd. USD und der Markt wächst weiter.

In Schwellenländern unterstützen grüne Anleihen traditionell den Umstieg auf eine CO<sub>2</sub>-arme Wirtschaft. China und Indien sind mit einem bisherigen Volumen von mehr als 37 Mrd. USD die beiden größten Schwellenmarktemitteln von grünen Anleihen. In diesen beiden Ländern fließt das Kapital aus grünen Anleihen vor allem in Solar- und Windenergie sowie CO<sub>2</sub>-arme Transportmittel und Gebäude. Immer mehr Rentenfonds bieten Zugang zu grünen Anleihen. Eine andere Möglichkeit, als Anleiheinvestor in Schwellenländern nachhaltig zu investieren, besteht darin, bei der Auswahl der Titel ESG-Kriterien oder andere Kriterien für nachhaltiges Investieren zugrunde zu legen.

#### FAZIT

Der Klimawandel stellt uns vor Herausforderungen, die nicht vor Landesgrenzen Halt machen, und verdeutlicht unsere weltweite gegenseitige Abhängigkeit. Er unterstreicht, dass die Umstellung auf ein nachhaltigeres Leben ein weltweites Thema ist, das globale Lösungen und Investitionen erfordert. Mit einem Vermögen von 100 Billionen EUR bietet der Finanzsektor ein enormes Potenzial für die Finanzierung dieser Umstellung. Nachhaltiges Investieren in Schwellenländern kann eine Win-win-Lösung sein. Es bringt Anleger zusammen, die mit ihren Investitionen in nachhaltige (und profitable) Unternehmen und Projekte weltweit sowohl eine gesellschaftliche als auch eine finanzielle Rendite erzielen wollen.

Richard de Groot  
Global Head Investment Centre

### NACHHALTIGKEITZIELE DER VEREINigten NATIONEN



Quelle: United Nations

---

# EINE UNBEQUEME ÜBERRASCHUNG

Das weltweite Wirtschaftswachstum hat im vergangenen Jahr deutlich nachgelassen; es kam die Sorge auf, eine oder mehrere Volkswirtschaften könnten in eine Rezession abrutschen.

---

Einige der Schwierigkeiten, die das Wachstum 2018 gebremst haben, lassen aber nach. Deshalb schien es plausibel davon auszugehen, dass die Weltwirtschaft wieder stärker wächst und Rezessionen äußerst unwahrscheinlich sind. Bis US-Präsident Trump wieder twitterte ...

Zentrale Entwicklungen des vergangenen Jahres waren das Aufkommen und die Eskalation von Handelskonflikten, insbesondere zwischen den USA und China. Ökonometrische Modelle eignen sich nicht besonders gut, um die Folgen von solchen Entwicklungen zu erfassen, sodass Volkswirte nicht mit Bestimmtheit sagen können, wie groß die Auswirkungen werden dürften.

Wir können aber bereits sagen, dass der ausufernde Konflikt die Stimmung getrübt hat. Dies hat wiederum in vielen Volkswirtschaften zu sinkenden Investitionen der Unternehmen und zu einer Marktschwäche bei risikobehafteten Vermögenswerten wie Aktien geführt und das Wachstum

der Weltwirtschaft gebremst. Und all das kam zu einem Zeitpunkt, in dem das Wirtschaftswachstum in China nachgelassen hat, weil Peking einen Schuldenabbau vorantrieb und die finanziellen Rahmenbedingungen weltweit härter wurden; denn die Fed verfolgte unbeirrt ihre geldpolitische Verknappung und der US-Dollar wertete auf. Europa hatte seine eigenen Probleme in der Automobilindustrie, einem Sektor, der vor allem in Deutschland eine große Bedeutung hat.

## KURSWECHSEL BEI DEN ZENTRALBANKEN UND IN CHINA

Die chinesische Regierung kam offenbar zu dem Schluss, dass die wirtschaftliche Dynamik im Land inzwischen in einem nicht mehr hinnehmbaren Maße nachließ. Und so änderten die Verantwortlichen in Peking im Lauf des Jahres 2018 ihren Kurs. Auf der Prioritätenliste rutschte der Schuldenabbau nach unten, die Unterstützung des Wirtschaftswachstums gewann an Bedeutung. Dieser politische Schwenk machte sich in den vergangenen Monaten allmählich bei den chinesischen Wirtschaftsdaten bemerkbar.



Auch die Fed hat ihren Kurs geändert. Statt für dieses Jahr weitere Zinserhöhungen anzukündigen, sind die amerikanischen Geldpolitiker jetzt anscheinend fest entschlossen, die Zinsen unverändert zu lassen. Dies hat zu Jahresbeginn einige Schwellenmarktwährungen aufwerten lassen, dadurch den Druck auf diese Volkswirtschaften verringert und zu einer Lockerung der finanziellen Rahmenbedingungen geführt.

Zu guter Letzt hat auch eine positive Entwicklung von risikobehafteten Vermögenswerten in den ersten Monaten 2019 zu einer Lockerung des finanziellen Umfelds beigetragen. Die vielleicht wichtigste Änderung gegenüber 2018 war aber, dass China und die USA Handelsgespräche führten und kurz vor einer Einigung zu stehen schienen. Das wäre für die Stimmung sehr gut gewesen. Die Marktteilnehmer gingen vermutlich sogar schon davon aus, dass es zu einer Einigung kommen würde. Bis Trump wieder twitterte. Die Gespräche brachen zusammen, und die USA verhängten zusätzliche Zölle auf chinesische Importe. Ein neuer Schlagabtausch stand bevor.

#### NEUER HANDELSSTREIT IST EIN RÜCKSCHLAG

Die neuerliche Eskalation des Handelskonflikts ist ein massiver Rückschlag für die Weltwirtschaft und für unseren vorsichtig optimistischen Ausblick. Richtig ist trotzdem nach wie vor, dass einige der negativen Faktoren von 2018 nachlassen. Deshalb gehen wir weiter davon aus, dass das Wachstum der Weltwirtschaft wieder etwas anzieht und eine US-Rezession unwahrscheinlich bleibt. Trotzdem haben die Risiken zugenommen. Sollten die Handelsgespräche zwischen den USA und China scheitern, wäre dies sehr negativ – aber so weit ist es noch nicht. Die negativen Folgen würden Trumps Chancen verschlechtern, nächstes Jahr wiedergewählt zu werden. Er hat also einen Anreiz, doch noch eine Einigung herbeizuführen, irgendwann ...

Die Inflation ist in den meisten Volkswirtschaften erstaunlich niedrig geblieben – selbst in den USA, wo das Arbeitskräfteangebot inzwischen knapp ist und die Arbeitslosigkeit so niedrig ist wie seit Ende der 1960er-Jahre nicht mehr. Eine anhaltend niedrige Inflation bedeutet, dass die Zentral-

banken keinen Grund für eine aggressive Verknappung der Geldpolitik haben.

Alles in allem sind die Reibungen zwischen den USA und China zwar ein Risiko für den globalen Wachstumsausblick, wir halten das Rezessionsrisiko für die nächsten beiden Quartale aber für sehr gering. Ein anhaltendes, wenn auch geringes Wirtschaftswachstum, eine niedrige Inflation und der Verzicht auf eine weitere geldpolitische Verknappung durch die Zentralbanken schaffen ein günstiges Umfeld für risikobehaftete Anlageklassen.

Han de Jong  
Chief Economist

#### Makroindikatoren (%)

Stand 5. Juni 2019	Reales BIP-Wachstum	Inflation
	2019	2019
USA	2,2	1,6
Eurozone	0,7	1,2
Japan	0,7	1,1
Großbritannien	1,2	1,4
China	6,2	2,5

Aktualisierungen der ABN AMRO Prognosen finden Sie auf <https://insights.abnamro.nl/en/>  
Quelle: ABN AMRO Group Economics

#### Chinesische Wirtschaftsdaten sind besser geworden



Basiert auf dem chinesischen Geschäftsklimaindex. In diesem Index ist ein Wert von 50 der Wendepunkt. Ein Indexwert über 50 bedeutet, dass die vom Index gemessene Variable voraussichtlich ansteigen wird. Ein Indexwert unter 50 gibt an, dass die Variable voraussichtlich sinken wird.

Quelle: Cheung Kong Graduate School of Business

---

# GEGENSÄTZLICHE EINFLÜSSE BEI AKTIEN

Die Aktienmärkte haben sich seit Anfang des Jahres beeindruckend entwickelt und dabei hohe Kurssteigerungen ohne nennenswerte Volatilität generiert. Damit trotzen sie der Eintrübung des konjunkturellen Ausblicks und der Verlangsamung des Gewinnwachstums. Diese Abkoppelung von den Fundamentaldaten ist langfristig jedoch nicht tragfähig.

---

Deshalb wird das zweite Halbjahr entscheidend sein: Entweder erholen sich die Fundamentaldaten und unterstützen die Fortsetzung des seit 2009 laufenden Bullenmarkts, oder sie bleiben schwach und dürften damit für eine Rückkehr der Volatilität sorgen. Aktuell lässt sich noch keine klare Richtung erkennen. Daher bleiben wir zunächst bei unserer neutralen Einstufung von Aktien.

In den ersten Monaten dieses Jahres waren risikobehaftete Anlagen besonders erfolgreich. Am US-Aktienmarkt entwickelte sich das erste Quartal zum erfolgreichsten seit 1998. Dieser Anstieg überraschte nach dem schwachen Jahresabschluss 2018, insbesondere nach dem schlechtesten Dezember an den amerikanischen Aktienmärkten seit 1931.

Hauptauslöser für die Kehrtwende nach dem schwachen Dezember war zweifelsohne die geldpolitische Umkehr der Zentralbanken, allen voran die der Federal Reserve (Fed) in den USA. Nachdem Fed-Chef Jerome Powell im Dezember 2018 noch bestätigte, die Notenbank werde auch 2019 die geldpolitische Verknappung fortsetzen, verwies er am 3. Januar auf die Notwendigkeit einer Pause im Zinserhöhungszyklus. Die Europäische Zentralbank schritt ebenfalls ein und kündigte ihrerseits Pläne zu einer neuen Liquiditätsspritze für die Märkte für September 2019 an.

## FUNDAMENTALDATEN SIND SCHWÄCHER GEWORDEN

Der Jahresbeginn 2019 war von einer Abschwächung der konjunkturellen Dynamik gekennzeichnet. Das Geschäftsklima bei den Unternehmen hat sich deutlich eingetrübt,

insbesondere in der europäischen Fertigungsindustrie, was zu einer Abschwächung der weltweiten Konjunktdynamik geführt hat. Die Prognosen für die Unternehmensgewinne wurden ebenfalls nach unten korrigiert. Im Oktober 2018 erwarteten Analysten für 2019 sowohl in den USA als auch in Europa noch ein Gewinnwachstum von über 10 %. Inzwischen liegen die Erwartungen für beide Regionen unter 5 %. Die Analysten haben somit die Abkühlung des globalen Wirtschaftswachstums zweifellos in ihren Gewinnprognosen einkalkuliert. Als Folge der guten Performance im ersten Quartal haben sich die Bewertungen von den Tiefständen im Dezember wieder gut erholt. Am US-Aktienmarkt liegt das KGV bei 18, in Europa bei 15. Beide Bewertungen liegen damit deutlich über ihrem jeweiligen langfristigen Durch-

## Starke Aktienmarktentwicklung seit 2009



Auf Basis des MSCI World Index, 1. Januar 2009 – 10. Mai 2019

Quelle: Bloomberg



schnitt. Dennoch liegen die gegenwärtigen Bewertungen immer noch unterhalb der Niveaus von Anfang 2018.

### INVESTOREN KONZENTRIEREN SICH AUF POSITIVE ERWARTUNGEN

Anleger erwarten in den kommenden Monaten drei wesentliche Entwicklungen. Erstens soll sich die Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr 2019 und 2020 erholen. Dafür gibt es bereits erste Anzeichen, vor allem in China. Dennoch bleiben einige Ungewissheiten zurück. Zweitens gehen Investoren davon aus, dass sich das Gewinnwachstum der Unternehmen im letzten Quartal 2019 sowie im nächsten Jahr wieder beschleunigen wird. Für den US-Aktienmarkt prognostizieren die Analysten für 2020 ein Gewinnwachstum von 10 %. Dieses Ziel scheint in unseren Augen jedoch zu hoch gesteckt, vor allem vor dem Hintergrund der Unsicherheiten beim Konjunkturausblick. Drittens hält sich im Markt immer noch die Hoffnung auf eine Beilegung der internationalen Handelsstreitigkeiten. Bislang ist es zwischen den USA und China noch zu keiner Einigung gekommen und das Risiko für ein Scheitern der Gespräche hatte zuletzt eher zugenommen. Auch weil sich Aufwärts- und Abwärtsrisiken die Waage zu halten scheinen, bleiben wir derzeit bei unserer neutralen Einstufung von Aktien.

### USA ERHALTEN DEN VORZUG VOR SCHWELLENLÄNDERN UND EUROPA

Wir verstärken unsere Übergewichtung von US-Aktien. Trotz höherer Bewertungen gegenüber anderen Märkten bleibt der amerikanische Aktienmarkt zweifellos weiterhin der Motor des aktuellen Bullenmarkts. Dies begründet sich zum einen im stärkeren Wachstum der Konjunktur sowie der Unternehmensgewinne in den USA, zum anderen in der US-amerikanischen Dominanz in den Sektoren IT und Kommunikationsdienstleistungen. Schwellenmärkte haben wir hingegen zuletzt auf „neutral“ zurückgestuft. Der Hauptgrund für diese Entscheidung liegt in einer möglichen Eskalation des Handelskriegs, der wiederum größere Risiken für den konjunkturellen Ausblick und das Gewinnwachstum der Unternehmen mit sich bringen könnte. Europa

bleibt aufgrund des schwachen Wirtschaftswachstums, des geringen Wachstums der Unternehmensgewinne sowie der gestiegenen politischen Unsicherheit weniger attraktiv.

### IT UND KOMMUNIKATIONSDIENSTLEISTUNGEN FAVORISIERT

Wir haben vor Kurzem entschieden, die Zyklusabhängigkeit unserer Sektorpositionierung durch eine Herabstufung des Energiesektors auf eine neutrale Gewichtung zu verringern. Der Sektor hatte sich seit Beginn des Jahres trotz der konjunkturellen Abkühlung infolge von geopolitischen Unwägbarkeiten in beeindruckendem Maße erholt. Finanzwerte bleiben aufgrund der globalen und sektorspezifischen Unsicherheiten untergewichtet. Ein stärkeres weltweites Wachstum und höhere langfristige Zinsen sind Voraussetzungen dafür, dass wir in unserer Einschätzung für den Finanzsektor zuversichtlicher werden. Informationstechnologie und Kommunikation haben wir dagegen dank des stabilen Gewinnwachstums in diesen Sektoren auf eine Übergewichtung hochgestuft.

Olivier Raingeard  
Global Head Equity

### Sektoreinschätzung (5. Juni 2019)

Sektor	Einschätzung
Kommunikationsdienstleistungen	Übergewichtung
Nicht zyklischer Konsum	Neutral
Zyklischer Konsum	Untergewichtung
Energie	Neutral
Finanzwesen	Untergewichtung
Gesundheitswesen	Neutral
Industrie	Neutral
Informationstechnologie	Übergewichtung
Grundstoffe	Neutral
Immobilien	Neutral
Versorger	Neutral

Quelle: ABN AMRO Private Banking

---

# IN WASSER INVESTIEREN

Dringend erforderliche Wasserinvestitionen sind auf dem Vormarsch. Dies liegt im Wesentlichen an einer stark wachsenden Nachfrage, denn ohne weitere Bedarfsanpassungen wird das weltweite Wasserangebot bis 2030 um 40 % gesteigert werden müssen.

---

Wir sehen Potenzial für Investoren bei Unternehmen, die Lösungen zur Verbesserung der Wasserinfrastruktur, des Zugangs zu Wasser und der Wasserqualität bieten.

Verbraucher sorgen sich zunehmend um die Qualität ihrer Wasserversorgung. In einer Umfrage der Water Quality Association vom Januar 2019 zeigten sich 51 % der befragten US-Konsumenten besorgt oder sehr besorgt über die Wasserversorgung bei sich zu Hause. 2017 lag der Anteil noch bei 42 %. Nach Informationen der Europäischen Kommission halten nur 20 % der Bevölkerung eine Beschaffung von Trinkwasser aus dem Ausland für akzeptabel; bereits heute sind 11 % der Europäer von Wasserknappheit betroffen. Solche Statistiken sind der Grund dafür, dass sowohl die EU als auch die USA eine Verbesserung der Wasserversorgung fordern.

Das Europäische Parlament verständigte sich im vergangenen Oktober endlich auf Änderungen der 20 Jahre alten Wassergesetzgebung, um die Belastung des Trinkwassers mit schädlichem Blei und Chrom zu verringern. Darüber hinaus soll der Konsum von abgefülltem Wasser binnen zehn Jahren um 17 % gesenkt werden. Das würde sowohl die Treibhausgasemissionen als auch den Plastikmüll reduzieren. In den USA bildet sich ebenfalls in gewissem Umfang politische Unterstützung für dringend notwendige Verbesserungen der Wasserinfrastruktur. Sowohl Demokraten als auch Republikaner wollen bei ihrem Wahlkampf für die Präsidentschaftswahl 2020 die Infrastrukturausgaben (auch für wasserbezogene Projekte) deutlich erhöhen.

## WASSERNACHFRAGE DÜRFTE AUF EIN NICHT MEHR TRAGFÄHIGES NIVEAU STEIGEN

Die Nachfrage nach Trinkwasser steigt kontinuierlich um

1 % pro Jahr. Diese Zunahme ist darauf zurückzuführen, dass die Weltbevölkerung bis 2050 auf über 9 Milliarden Menschen wachsen wird. Zwei Drittel aller Menschen leben in dicht besiedelten Gebieten, zudem dürfte das globale BIP den Schätzungen zufolge auf das 2,5-Fache des heutigen Niveaus wachsen (Quelle: UNO 2018). Mit steigendem Wohlstand ändern sich in der Regel auch die Ernährungsgewohnheiten. Die Menschen neigen zu einem erhöhten Fleisch- und geringerem Getreidekonsum. Die Viehzucht ist aber deutlich wasserintensiver. Für die Herstellung von einem Kilogramm Rindfleisch sind 15.400 Liter Wasser erforderlich; ein Kilo Weizen lässt sich mit 1.830 Litern Wasser erzeugen. Die Vereinten Nationen bemängeln daher den aktuellen Wasserverbrauch als nicht nachhaltig. Sollte sich die Entwicklung fortsetzen, übersteigt der weltweite Bedarf 2030 das aktuelle Angebot bereits um 40 %.

## Globale Erwärmung hat gravierende Auswirkungen auf die Wasserversorgung

Auch höhere Temperaturen und extremere, schlechter vorhersagbare Wetterbedingungen dürften sich auf die Verfügbarkeit und Verteilung von Regenwasser, Schneeschmelze, Flussläufe und Grundwasser auswirken. Steigende Temperaturen führen zu einer stärkeren Verdunstung auf offenen Flächen und Böden und senken so die Wasserverfügbarkeit. Zudem erfordern die im Zuge der Klimaerwärmung immer längeren und intensiveren Dürreperioden eine umfangreichere Wasserspeicherung. Bereits heute erfahren 3,6 Milliarden Menschen mindestens einen Monat pro Jahr eine ernsthafte Wasserknappheit. Bis 2050 sind es nach Schätzungen der Vereinten Nationen 5,7 Milliarden Menschen. Einkommensschwache Regionen und Gesellschaftsschichten dürften am stärksten betroffen sein. Der Weltklimarat (Intergovernmental Panel on Climate Change) hat errechnet,

dass mit jedem zusätzlichen Grad der globalen Erwärmung 7 % der Weltbevölkerung rund ein Fünftel weniger erneuerbare Wasserressourcen zur Verfügung haben.

### WASSERQUALITÄT IN GEFAHR

Ein weiteres Problem bei der weltweiten Wasserversorgung ist die Qualität. Nach Berechnungen der Vereinten Nationen werden 80 % des gesamten Abfalls von Industrie und Kommunen unbehandelt an die Umwelt abgegeben. Im Großraum Peking ist das Oberflächenwasser so stark verschmutzt, dass es für nichts zu gebrauchen ist – weder als Trinkwasser für den Menschen noch für die Landwirtschaft oder die Industrie (Quelle: Weltbank).

Selbst Europa ist von diesen Problemen nicht ausgenommen: 15 % aller Messstationen zur Grundwasserüberwachung weisen einen Nitratgehalt auf, der die Grenzwerte der Weltgesundheitsorganisation übersteigt. Dies ist zu großen Teilen auf landwirtschaftliche Düngemittel zurückzuführen (Quelle: Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der Vereinten Nationen.)

### ALTE INFRASTRUKTUR FÜHRT ZU WASSERVERLUSTEN

Ein weiteres Problem im Zusammenhang mit der Wasserinfrastruktur stellen Verluste durch Lecks dar. Versorger in den USA verlieren rund 15 % des gesamten Trinkwassers durch eine veraltete Infrastruktur und eine schlechte Erkennung von Lecks. In London, Dublin und Rom betragen die Leckverluste sogar bis zu 30-40 % (Quelle: Smart Water Networks).

Aber es gibt Lösungen: zum Beispiel die Digitalisierung der Wasserinfrastruktur mit intelligenten Wasserzählern. Ebenso gelten eine vorausschauende Wartung und Wassermanagement als ein wirksames Mittel, um Wasser zu sparen, mehr Menschen mit Wasser zu versorgen und die Betriebskosten von Versorgungsunternehmen zu senken.

### WASSERPREISE MÜSSEN STEIGEN

Die notwendigen Investitionen in die Infrastruktur für Wasser und Wasseraufbereitung übersteigen deutlich die Einnahmen, die Versorger mit den aktuellen Wasserpreisen erzielen. Das Unternehmen Global Water Intelligence hat errechnet, dass die Wasserpreise signifikant erhöht werden müssten, um einen universellen und gleichberechtigten Zugang zu sicherem und bezahlbarem Trinkwasser weltweit zu ermöglichen – eines der nachhaltigen Entwicklungsziele der Vereinten Nationen.

Berechnungen von Forschern der Michigan State University warnen jedoch vor den finanziellen Folgen. Sollten die Wasserpreise in gleichem Tempo – um 5 % pro Jahr – steigen wie bisher, könnte sich die Zahl der US-Haushalte, die ihre Wasserrechnung nicht mehr bezahlen können, in fünf Jahren auf 41 Millionen verdreifachen. Vor diesem Hintergrund erscheint es offensichtlich, dass der Staat mit entsprechenden Maßnahmen dafür sorgen muss, dass Wasser bezahlbar bleibt.

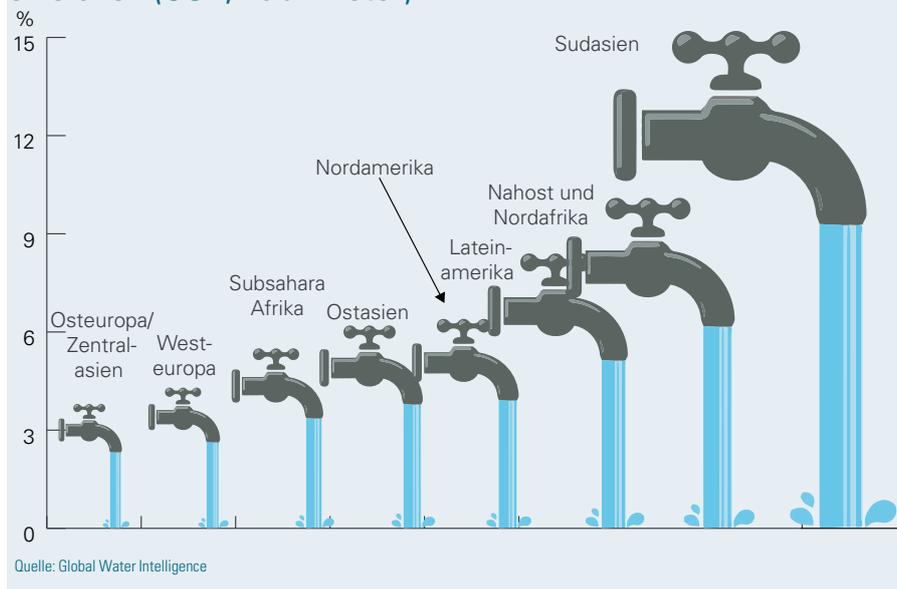
### POTENZIAL VON WASSERINVESTITIONEN

Um den Zugang zur Wasserversorgung und die Qualität des

Wassers weltweit zu verbessern, sind Investitionen erforderlich. Die zu erwartende Welle an Wasserinvestitionen bietet Chancen. Unternehmen, die Dienstleistungen und Produkte in den Bereichen Wasserinfrastruktur, Wasseraufbereitung und Wassertechnologie anbieten, dürften in den kommenden Jahren ein hohes Gewinnwachstum verzeichnen.

Piet Schimmel  
Senior Equity Thematic Expert

## So hoch müssten die Wasserpreise sein, um das nachhaltige Entwicklungsziel der Vereinten Nationen für Wasser zu erreichen (USD/Kubikmeter)



---

# ANLEIHEN: NEGATIVE ZINSEN MACHEN SICH DEUTLICH BEMERKBAR

Für Anleiheinvestoren besteht die Herausforderung in nächster Zeit darin, in einem Umfeld mit anhaltend niedrigen Zinsen eine positive Wertentwicklung zu erzielen. Wir empfehlen, über die Spreads bei Unternehmens- und Schwellenmarktanleihen eine positive Performance anzustreben, statt auf die Renditen von Kernstaatsanleihen zu setzen.

---

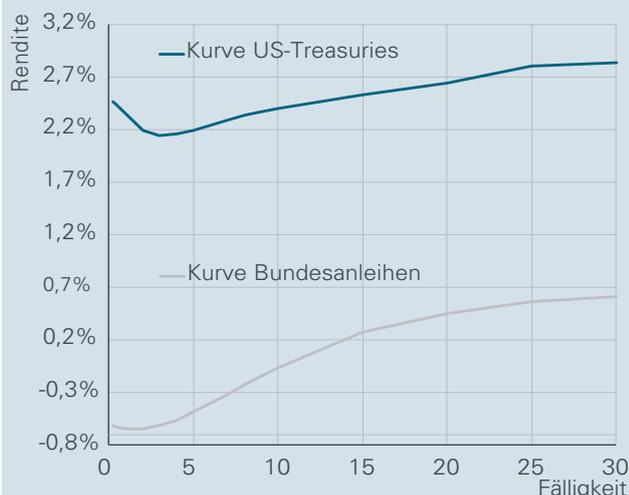
Das Rezessionsrisiko hat an den Anleihemärkten zu einer Trendwende geführt. Die Renditen auf Staatsanleihen der Kernländer sind im letzten Quartal 2018 stark gefallen, und die Risikoaufschläge von risikoreicheren Anleihen sind gestiegen. Die Marktteilnehmer hatten Angst, die Federal Reserve (Fed) könnte trotz einer konjunkturellen Abkühlung die Zinsen weiter erhöhen und die US-Wirtschaft dadurch in eine Rezession stürzen.

Die Anleihemärkte signalisierten sehr deutlich, dass die Fed die im Dotplot (die Grafik, über die sie ihren Zinsausblick kommuniziert) vorgesehenen weiteren Zinserhöhungen nicht umsetzen sollte. Darauf hat die Notenbank offenbar gehört, denn sie hat auf einen deutlich expansi-

veren geldpolitischen Kurs eingeschwenkt und ein Ende des Zinserhöhungszyklus signalisiert.

Während diese Entwicklungen im Gange waren, kehrte sich die Renditekurve von US-Staatsanleihen im Laufzeitbereich zwischen drei Monaten und zehn Jahren um. Dies gilt gemeinhin als zuverlässiger Frühindikator für eine Rezession und hat die Rezessionsangst an den Märkten verschärft. Wir sind zwar auch der Meinung, dass dies ein ernst zu nehmendes Signal ist, aber der Kontext ist entscheidend. Erstens war die Inversion nur vorübergehend. Zweitens hat sich die Kurve im Laufzeitbereich zwischen zwei und 30 Jahren nicht umgekehrt. Drittens schlagen Chinas Konjunkturmaßnahmen allmählich an. Und schließlich, was vielleicht am wichtigsten ist, dürfte der geldpolitische Richtungswechsel der Fed eine Rezession abwenden.

## Inversion der Renditekurve bei 10-jährigen US-Treasuries hat Rezessionsangst geschürt



Quelle: Bloomberg

## LÄNGER NIEDRIGERE ZINSEN BERGEN ZWEI RISIKEN

Die Umstellung auf ein Umfeld mit längerfristig niedrigen Zinsen hat an den Anleihemärkten dazu geführt, dass die Renditen auf Kernländerstaatsanleihen weiter gefallen sind, während sich die Risikoaufschläge bei anderen Segmenten des Anleihemarkts schnell wieder erholt haben. Normalerweise sind fallende Renditen bei Kernländeranleihen ein Anzeichen für eine konjunkturelle Verschlechterung, aber jetzt fallen die Renditen auf diese Titel wegen der erneuten Unterstützung der Zentralbanken. Dank der niedrigen Inflation haben die Geldpolitiker reichlich Spielraum. Unser Basisszenario für den Rest des Jahres 2019 sieht längerfris-

tig niedrige Zinsen und eine Verlängerung des Aufschwungs vor, den die Zentralbanken damit unterstützen.

## ZWEI GROSSE RISIKEN:

### Es kommt tatsächlich zu einer Rezession

Zwei Risikoszenarien können diese Konstellation mit niedrigen Renditen auf Kernländerstaatsanleihen und sinkenden Risikoaufschlägen (Spreads) bei Unternehmensanleihen gefährden. Das eine besteht darin, dass es durch das Verhalten der Politiker tatsächlich zu einer Rezession kommt. Eskalierende Handelskriege sind hier die schwerwiegendste und realistischste Ursache. In einer Rezession preisen die Anleihemärkte nicht nur niedrigere Renditen auf Kernländeranleihen ein, sondern auch höhere Risikoprämien (Credit Spreads) in anderen Segmenten der Anleihemärkte. Hochzinsanleihen sind in diesem Szenario am stärksten gefährdet, weil hier die Bewertungen am höchsten sind. Emittenten von Hochzinsanleihen reagieren sehr direkt auf Veränderungen des Wirtschaftswachstums, und diese Anleihen sind nicht in den Kaufprogrammen der Zentralbanken enthalten; das heißt, ihre Kurse sind weniger geschützt.

Schwellenmarktanleihen sind ebenfalls stark gefährdet, wenn es durch einen anhaltenden Handelskrieg zwischen den USA und China zu einer Rezession kommt. Wir halten ein Rezessionsszenario jedoch für unwahrscheinlich. Selbst wenn sich eine solche Entwicklung abzeichnete, hätten die Zentralbanken immer noch Möglichkeiten, sie zu bekämpfen.

### Es kommt zu einer Inflationsüberraschung

Das zweite Risikoszenario beinhaltet einen überraschenden Anstieg der Inflation. Dazu könnte es kommen, wenn Politiker eine Volkswirtschaft, die bereits unter Vollausslastung läuft, mit Konjunkturmaßnahmen weiter befeuern. Dieses Szenario ist in den USA denkbar, in Europa eher nicht. Die 2 Billionen USD an Infrastrukturinvestitionen, die jüngst diskutiert wurden, könnten ein erster Schritt in diese Richtung sein.

Wenn die Inflation steigt, gehen auch die Renditen auf US-Staatsanleihen nach oben. Die Credit Spreads werden nicht steigen, sondern zunächst vielleicht sogar fallen, bis sich am Unternehmensmarkt (Anleihen und Aktien) die Angst breit macht, die Fed könnte die Zinsen schnell und stark anheben müssen, um die Inflation einzudämmen.

Momentan wird in den USA zwar über staatliche Konjunkturmaßnahmen gesprochen, aber dafür müssten sich die

politischen Parteien erst einmal darauf einigen, wofür die staatlichen Gelder ausgegeben werden sollen. Das wird eine schwierige Diskussion. In Europa zeigen die Länder, die sich eine Ausweitung der Staatsausgaben am ehesten leisten könnten, etwa Deutschland und die Niederlande, die geringste Bereitschaft dafür. Deshalb halten wir auch dieses Szenario für wenig wahrscheinlich. Dennoch ist eine gewisse Inflationsabsicherung für das Anleiheportfolio keine schlechte Idee.

### Spreads steigen mit der Flut

In einem Umfeld mit längerfristig niedrigen Zinsen ändert sich die Zielsetzung für Anleiheinvestoren: Sie müssen sich nicht mehr für eine Änderung der Renditen von Kernländerstaatsanleihen in Stellung bringen, sondern von Credit Spreads profitieren. Wir empfehlen in diesem Umfeld Staatsanleihen aus den Peripherieländern der Eurozone und Investment-Grade-Unternehmensanleihen als Kernpositionen des Anleiheportfolios. Die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen sind zwar deutlich gesunken, aber Investment-Grade-Anleihen haben immer noch Potenzial, solange die Märkte überzeugt davon bleiben, dass es den Zentralbanken gelingt, eine Rezession zu verhindern. Auch Schwellenländeranleihen bergen in unserem Basisszenario ein gewisses Performance-Potenzial. Positionen in Schwellenländeranleihen und US-Hochzinsanleihen sollten ausgleichende Positionen in sichereren Anleihesegmenten gegenübergestellt werden, die zumindest ein geringes Spread-Potenzial bieten, etwa Pfandbriefe.

Mary Pieterse-Bloem  
Global Head Fixed Income

## Prognosen: Zinsen und Anleihenrenditen

	5. Juni 2019	Jahresende 2019
<b>USA</b>		
Leitzins	2,50	2,0
10-jährige US-Staatsanleihen	2,11	1,9
<b>Europa</b>		
EZB Leitzins	-0,40	-0,40
3-Monats-Euribor	-0,32	-0,32
10-Jahres Bundrendite	-0,20	-0,35

Aktualisierungen der ABN AMRO Prognosen finden Sie auf <https://insights.abnamro.nl/en/>

Quelle: ABN AMRO Group Economics, Thomson Reuters Datastream



# PRIVATE EQUITY: OPERATIVE KOMPETENZ IST DER SCHLÜSSEL

Das erbitterte Wetteifern von Private Equity-Investoren und strategischen Interessenten um Kaufkandidaten hat die Bewertungskennzahlen auf historische Höchststände getrieben.

---

Nachdem der Spielraum für einen weiteren Anstieg der Bewertungen begrenzt scheint und die Angst vor einem möglichen Abschwung wächst, müssen Private Equity-Manager Wertsteigerungen über operative Verbesserungen erreichen.

Die operative Wertschöpfung, insbesondere Umsatzwachstum und eine Verbesserung der Margen sowie der allgemeinen Rentabilität eines Unternehmens haben sich nach der globalen Finanzkrise zu einem wichtigen Teil des Kompetenzprofils von Private Equity-Managern entwickelt. Dies bestätigt auch eine Analyse, in der EY untersucht hat, in welchem Maß unterschiedliche Wertschöpfungshebel, nämlich operative Verbesserungen, Bewertungs-Arbitrage und Leverage, in der Vergangenheit zur Gesamtwertentwicklung von Private Equity-Investitionen beigetragen haben. (Bewertungs-Arbitrage bezieht sich auf die Steigerung des Firmenwerts vom Kauf bis zum Verkauf, in der Regel ohne operative Verbesserungen.)

## OPERATIVE VERBESSERUNGEN ALS WICHTIGSTER WERTSCHÖPFUNGSHEBEL

Verbesserungen der betrieblichen Abläufe und Funktionen machen bei Portfoliounternehmen heute 60 % der gesamten Wertschöpfung aus (im Vergleich zu 36 % in den 2000er-Jahren und 22 % in den 1990er-Jahren); gleichzeitig ist die Bedeutung von Bewertungs-Arbitrage und Leverage auf 30 % beziehungsweise 10 % drastisch zurückgegangen.

Während vor zehn Jahren eigentlich nur die größten Private Equity-Firmen über eigene Experten mit ausgeprägten operativen Kenntnissen und Erfahrungen verfügten, haben heute auch kleinere Beteiligungsgesellschaften solche Spezialistenteams. Diese verfügen über Erfahrungen in einem breiten Spektrum der betrieblichen Funktionen und

Abläufe und haben sich von einem optionalen Bestandteil einer Private Equity-Gesellschaft zu einem entscheidenden Kernbereich dieser Firmen entwickelt. Die Fähigkeiten dieser Teams sind inzwischen ausschlaggebend, um die Performance der Portfoliounternehmen steuern zu können und auf diesem Weg auch in Zukunft eine attraktive Wertentwicklung für die Investoren zu erwirtschaften.

Die operativen Verbesserungspläne werden zwar individuell auf jedes Portfoliounternehmen zugeschnitten, aber die wichtigsten wertsteigernden Wachstums- und Effizienzmaßnahmen von Private Equity-Managern sind regelmäßig internationale Expansionen, Buy-and-Build-Strategien, Digitalisierung und Skalierbarkeit.

## OPERATIVE ERFAHRUNG IST ENTSCHEIDEND

Um ihre operativen Ressourcen möglichst effizient einzusetzen, bringen Beteiligungsgesellschaften solche Experten meist in unterschiedlichen Phasen ins Spiel – nicht erst nach dem Erwerb, um den Wert des Portfoliounternehmens zu steigern, sondern schon beim Entwickeln eines Investment-Case und sogar während der Due-Diligence-Phase, um Wertsteigerungsmöglichkeiten aufzuzeigen.

Aufgrund der zentralen Bedeutung dieses Bereichs sollten Anleger darauf achten, dass Private Equity-Manager eigene Teams mit ausgeprägten operativen Kenntnissen und Erfahrungswerten besitzen und eine überzeugende Erfolgsbilanz in der operativen Wertsteigerung vorweisen können.

Andreas Hegedüs, Senior Investment Professional Private Equity  
Florian Simmerer, Junior Investment Professional Private Equity

# IMMER NOCH EINE POSITIVE EINSCHÄTZUNG ZU GOLD

## Die Goldpreise kamen im ersten Halbjahr unter Druck.

Die Erholung der Renditen auf US-Staatsanleihen, das Auspreisen eines Teils der Zinssenkungserwartungen in den USA und ein stärkerer US-Dollar waren die Hauptursachen für diese Schwäche.

Für die zweite Jahreshälfte prognostizieren wir hingegen durchaus eine positive Goldpreisentwicklung. Erstens rechnen wir nach wie vor mit einer Abwertung des US-Dollars gegen Ende des Jahres und im nächsten Jahr; und wenn der US-Dollar abwertet, steigen die Goldpreise in der Regel. Diese Korrelation hat sich im Lauf der Zeit als relativ stark und stabil erwiesen. Zweitens gehen wir davon aus, dass die Fed die Zinsen im Halbjahresverlauf senkt. Eine weniger restriktive Geldpolitik wirkt sich ebenfalls positiv auf die Goldpreise aus.

Drittens reagieren die Goldpreise seit 2018 zunehmend auf die Entwicklung des chinesischen Renminbi, die wiederum primär die Erwartungen für die chinesische Wirtschaft und den Handelskonflikt zwischen China und den USA spiegelt. Wir glauben, dass die chinesische Regierung bereits Maßnahmen unternommen hat, um die Konjunktur im Land zu stützen. Dies und eine mögliche Handelsvereinbarung zwischen China und den USA werden den Renminbi und die Goldpreise stützen. Viertens zeichnet auch die Markttechnik nach wie vor ein positives Szenario für die Goldpreise. Deshalb sind wir zuversichtlich, dass die Preise über der 200-Tage-Linie (gleitender Durchschnitt der vergangenen 200 Tage) bei rund 1.300 USD pro Unze bleiben. Für das Jahresende 2019 prognostizieren wir 1.400 USD pro Unze.

### BEGRENZTE STEIGERUNG DER ÖLPREISE

Die USA wollen bei den Öl-Sanktionen gegen den Iran keine Ausnahmen mehr gewähren. Ausgewählte Länder durften dank Ausnahmegenehmigungen noch iranisches Öl importieren. Nach der Ankündigung, dass es diese Ausnahmen künftig nicht mehr geben soll, stiegen die Ölpreise; sowohl Brent als auch WTI erreichten den höchsten Stand seit sechs Monaten. Später fielen die Preise wieder, weil US-Präsident Donald Trump den Druck auf die Opec erhöhte, die

Produktion auszuweiten. Die nächste Sitzung der Opec und ihrer Partner findet Ende Juni statt. Dort wird unter anderem besprochen, ob eine zuvor vereinbarte Produktionskürzung verlängert wird und ob andere Opec-Mitglieder in der Lage – und bereit – sind, die durch die Iran-Sanktionen entstandene Versorgungslücke zu schließen.

Wir rechnen – ausgehend vom aktuellen Niveau – nur mit einem begrenzten Anstieg der Ölpreise. Zunächst einmal gibt es auf Angebotsseite genug Potenzial, den wegfallenden iranischen Anteil aufzufangen, zum Beispiel in Saudi-Arabien und Russland. Darüber hinaus dürfte ein langsames Wirtschaftswachstum auch den Anstieg der Ölnachfrage bremsen. In den USA nähern sich die Benzinpreise der Marke von 3 USD pro Gallone. Das ist eine psychologisch wichtige Grenze; wird sie überschritten, spüren die Verbraucher die Steigerung zunehmend bei ihrem verfügbaren Einkommen. Wir rechnen damit, dass die Preise für Brent-Öl zwischen 60-80 USD pro Barrel bleiben, mit einem durchschnittlichen Preis für 2019 von 70 USD pro Barrel.

Georgette Boele  
Coordinator FX and Precious Metals Specialist

### Rohstoffprognose

	5. Juni 2019	Spot Index	2019 ø	Ende 2019	Ende 2020
<b>Öl</b>					
Brent USD/bbl		61,5	70	70	80
WTI USD/bbl		53,0	60	60	65
<b>Metall</b>					
Gold USD / oz		1333	1329	1400	1500
Silber USD / oz		14,86	16,10	17,00	19,00
Platin USD / oz		827	881	960	1100
Palladium USD / oz		1346	1356	1200	1000
Aluminium USD / t		1786	1907	1930	2050
Kupfer USD / t		5879	6534	6685	7350

Aktualisierungen der ABN AMRO Prognosen finden Sie auf <https://insights.abnamro.nl/en/>  
Quelle: ABN AMRO Group Economics

---

# LEITWÄHRUNGSSTATUS DES US-DOLLARS IN GEFAHR

## Aktuell spielt der US-Dollar im globalen Finanzsystem eine dominierende Rolle.

---

Langfristig ist jedoch denkbar, dass die Vorherrschaft der US-Währung schwindet.

Die zentrale Rolle des US-Dollars im globalen Finanzsystem stützt sich auf eine Reihe von tragenden Säulen:

- Zentralbanken und Staaten halten beträchtliche Reserven der US-Währung.
- Sie wird auf breiter Basis im Welthandel und für die Preisbildung bei Rohstoffen verwendet.
- Die USA verfügen über die am besten entwickelten Kapitalmärkte.
- Der erhebliche militärische und geopolitische Einfluss der USA spielt eine wesentliche Rolle für den Status des USD als Reservewährung.
- Der Dollar ist bislang die Währung mit der höchsten Liquidität und dem größten Handelsvolumen im Falle finanzieller Stress- und Krisenphasen.
- Die US-Notenbank Federal Reserve und die US-Finanzbehörden genießen eine hohe Glaubwürdigkeit.
- Der US-Dollar wird von einer starken und relativ stabilen US-Wirtschaft sowie durch politische Stabilität und starke Institutionen gestützt.

Kein anderes Land schneidet in all diesen Punkten gut ab. Deshalb wurde die Vorherrschaft des US-Dollars bisher nie wirklich angegriffen.

### BEDEUTUNG DES DOLLARS WIRD ZURÜCKGEHEN

Die Vormachtstellung des US-Dollars wird in unseren Augen in den kommenden Jahren nicht angefochten. Einen Teil ihrer Bedeutung dürfte die US-Währung aber einbüßen. Dies liegt daran, dass der Umsatzanteil des USD an den Devisenmärkten (FX-Märkten) extrem hoch ist. Ende 2018 lauteten 62 % der Zentralbank-Devisenreserven auf Dollar; bei 88 Prozent aller Devisengeschäfte war der USD eine der beiden beteiligten Währungen, Stand April 2016.

Unserer Einschätzung nach gibt es sowohl beim Anteil des USD an den Währungsreserven als auch beim Anteil des USD am Devisenmarktumsatz Spielraum für einen geringfügigen Rückgang. Es besteht kein Zweifel, dass die US-Finanzmärkte weiterhin gut entwickelt und liquide sind. Das Militär und der geopolitische Einfluss der USA werden auf Jahrzehnte hinaus erhalten bleiben. Allerdings könnten andere Entwicklungen die Attraktivität des Dollars schmälern. Diese Faktoren könnten zyklischer oder struktureller Natur sein. Zyklische Kräfte würden die US-Währung vermutlich nur vorübergehend weniger attraktiv machen, strukturelle Kräfte könnten hingegen einen langfristigen Abwärtstrend einläuten.

### ÖFFENTLICHER SEKTOR IST SEIT 2015 EIN NETTOVERKÄUFER VON US-STAATSANLEIHEN

Es ist wahrscheinlich, dass Zentralbanken mit umfangreichen Devisenreserven (allen voran China) beschließen, ihre Reserven zu diversifizieren, um ihre Abhängigkeit vom US-Dollar zu verringern. Dies könnte zu einer entsprechend geringeren Dollar-Nachfrage der Zentralbanken führen. Diese Entwicklung scheint bereits begonnen zu haben. Die Diversifizierung von Devisenreserven ist in der Regel ein langwieriger Prozess, und es spielen noch andere Faktoren eine Rolle, die sich dauerhafter auf den Wert des Dollars auswirken.

Georgette Boele  
Coordinator FX and Precious Metals Specialist

---

# MITWIRKENDE

---

## ABN AMRO GLOBAL INVESTMENT COMMITTEE

Richard de Groot	richard.de.groot@nl.abnamro.com	Global Head Investment Centre
Han de Jong	han.de.jong@nl.abnamro.com	Chief Economist
Reinhard Pfingsten	reinhard.pfingsten@bethmannbank.de	Global Head Asset Allocation Services
Olivier Raingeard	olivier.raingeard@fr.abnamro.com	Global Head Equity
Mary Pieterse-Bloem	mary.pieterse-bloem@nl.abnamro.com	Global Head Fixed Income

## GROUP ECONOMICS

Georgette Boele	georgette.boele@nl.abnamro.com	Coordinator FX and Precious Metals Specialist
Hans van Cleef	hans.van.cleef@nl.abnamro.com	Senior Energy Economist

## GLOBAL INVESTMENT CENTRE

Olivier Raingeard	olivier.raingeard@fr.abnamro.com	Global Head Equity
Arthur Boelman	arthur.boelman@nl.abnamro.com	Equity Advisory Expert
Paul van Doorn	paul.van.doorn@nl.abnamro.com	Senior Portfolio Manager, Equities
Bastian Ernst	bastian.ernst@nl.abnamro.com	Portfolio Manager, Equities
Eric Lafrenière	eric.lafreniere@fr.abnamro.com	Senior Portfolio Manager, Equities
Esther van Munster	esther.van.munster@nl.abnamro.com	Senior Portfolio Manager, Equities
Joost Olde Riekerink	joost.olde.riekerink@nl.abnamro.com	Equity Research & Advisory Expert
Sandra Saidi	sandra.saidi@fr.abnamro.com	Senior Portfolio Manager, Equities
Piet Schimmel	piet.schimmel@nl.abnamro.com	Senior Equity Thematic Expert
Guido Stiel	guido.stiel@de.abnamro.com	Senior Portfolio Manager, Equities
Jeffrey Vonk	jeffrey.vonk@nl.abnamro.com	Opportunity Analyst Customized Advice
Jan Wirken	jan.wirken@nl.abnamro.com	Senior Equity Expert

Mary Pieterse-Bloem	mary.pieterse-bloem@nl.abnamro.com	Global Head Fixed Income
Roel Barnhoorn	roel.barnhoorn@nl.abnamro.com	Senior Fixed Income Thematic Expert
Florian Bardy	florian.bardy@fr.abnamro.com	Fixed Income Portfolio Manager
Willem Bouwman	willem.bouwman@nl.abnamro.com	Senior Fixed Income Portfolio Manager
Matias Grinberg	matias.grinberg@nl.abnamro.com	Fixed Income Expert
Chris Huys	chris.huys@nl.abnamro.com	Senior Fixed Income Portfolio Manager
Fidel Kasikci	fidel.kasikci@de.abnamro.com	Senior Fixed Income Portfolio Manager
Torben Kruhmnn	torben.kruhmnn@de.abnamro.com	Fixed Income Portfolio Manager
Thomas Smid	thomas.smid@nl.abnamro.com	Senior Fixed Income Expert

Reinhard Pfingsten	reinhard.pfingsten@de.abnamro.com	Global Head Asset Allocation Services
Paul Groenewoud	paul.groenewoud@nl.abnamro.com	Quant Risk Specialist
Martien Schrama	martien.schrama@nl.abnamro.com	Profile Manager
Chris Verzijl	chris.verzijl@nl.abnamro.com	Quant Risk Specialist
Romeo Chamman	romeo.chamman@nl.abnamro.com	Quant Risk Specialist
Arkadi Odintsov	arkadi.odintsov@nl.abnamro.com	Quant Risk Specialist
Thomas Domeratzki	thomas.domeratzki@de.abnamro.com	Senior Strategist
Steffen Kunkel	steffen.kunkel@de.abnamro.com	Senior Strategist

## PRIVATE EQUITY

Andreas Hegedüs	andreas.hegeduesch@de.abnamro.com	Senior Investment Professional Private Equity
Florian Simmerer	florian.simmerer@de.abnamro.com	Junior Investment Professional Private Equity

## INVESTMENT COMMUNICATIONS

Diese Veröffentlichung wird vom Global-Investment-Communications-Team erstellt.

Wenn Sie Fragen oder Anmerkungen haben, wenden Sie sich bitte an [I-Comms.Global@nl.abnamro.com](mailto:I-Comms.Global@nl.abnamro.com).

## Disclaimer

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Beratung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeiner Finanzanlage noch eine offizielle Bestätigung einer Transaktion dar, sondern dient ausschließlich der Information des Kunden. Der Kunden, an den sich diese Ausarbeitung richtet, ist Kunde im Sinne des § 67 WpHG.

Sofern in dieser Ausarbeitung Meinungen und Wertungen zu einzelnen Finanzinstrumenten oder Gruppen von Finanzinstrumenten abgegeben werden, so sind diese als allgemeine Einschätzung und nicht als Anlageberatung zu verstehen. Die genannten Meinungen und Wertungen berücksichtigen nicht die Geeignetheit für den einzelnen Anleger und können daher eine Anlageberatung nicht ersetzen.

Diese Ausarbeitung ist keine Finanzanalyse und unterliegt daher weder den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen noch dem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.

In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Entwicklungen. Diese Ausarbeitung gibt nur einen Überblick, bedarf der mündlichen Erläuterung und Ergänzung und ist nur in Verbindung mit dieser zu verwenden. Maßgeblich für die Abwägung von Chancen und Risiken und eine Entscheidung über ein Investment sind allein der jeweilige Verkaufsprospekt und die Berichte des Emittenten, die dem Kunden bei der Bethmann Bank AG, Bethmannstrasse 7-9, 60311 Frankfurt am Main, zur Verfügung gestellt werden können. Auch wenn die in dieser Ausarbeitung gegebenen Informationen aus Quellen stammen, die die Bethmann Bank AG für verlässlich hält, übernimmt die Bethmann Bank AG keine Gewähr für die Richtigkeit, Aktualität und/oder Vollständigkeit der Informationen und Schlussfolgerungen dieser Ausarbeitung. Da solche Informationen naturgemäß ständigen Veränderungen unterliegen, können durch die Bethmann Bank AG jederzeit und ohne vorherige Ankündigung Änderungen vorgenommen werden. Zur Mitteilung einer solchen Änderung ist die Bethmann Bank AG nicht verpflichtet. Alle genannten Preise und Kurse geben diejenigen zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Ausarbeitung wieder und können sich jederzeit ändern.

Rechtliche und steuerliche Aussagen sind nicht als Zusicherung für den Eintritt einer bestimmten rechtlichen oder steuerlichen Folge zu verstehen. Insbesondere die steuerliche Behandlung ist abhängig von den persönlichen Verhältnissen des Kunden und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die auch rückwirkend gelten können. Anleger sollten sich vor dem Erwerb eines in diese Ausarbeitung genannten Finanzinstrumente eine Beratung zur Kapitalanlage sowie zu ihrer steuerlichen und rechtlichen Situation einholen, um die individuelle Eignung des zu erwerbenden Finanzinstrumentes (insbesondere in Bezug auf die Risikohaltigkeit) zu prüfen.

Dieser Disclaimer gilt unabhängig vom Format der Ausarbeitung (online/Print).

Diese Ausarbeitung darf weder fotokopiert noch in anderer Art und Weise ohne die vorherige Zustimmung der Bethmann Bank AG vervielfältigt werden. Die Informationen in dieser Ausarbeitung richten sich ausschließlich an Anleger in Deutschland, die nicht US-Personen sind bzw. keinen Wohnsitz in den USA haben.

Verantwortlich: Reinhard Pfingsten

Herausgeber: Bethmann Bank AG, Frankfurt am Main

Stand: 5. Juni 2019

Alle Rechte vorbehalten.

### **Berlin**

Nürnberger Straße 14-15  
10789 Berlin  
Telefon +49 30 88 461 - 0

### **Bremen**

Contrescarpe 75a  
28195 Bremen  
Telefon +49 421 64 922 - 0

### **Dortmund**

Hansastraße 59  
44137 Dortmund  
Telefon +49 231 5419 - 0

### **Düsseldorf**

Königsallee 2c  
40212 Düsseldorf  
Telefon +49 211 8770 - 0

### **Frankfurt**

Mainzer Landstraße 1  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon +49 69 2177 - 0

### **Hamburg**

Harvestehuder Weg 8  
20148 Hamburg  
Telefon +49 40 30 808 - 0

### **Hannover**

Aegidientorplatz 2a  
30159 Hannover  
Telefon +49 511 44 988 - 0

### **Köln**

Gereonstraße 15-23  
50670 Köln  
Telefon +49 221 1624 - 0"

### **Mannheim**

Friedrichsplatz 1  
68165 Mannheim  
Telefon +49 621 397 245 - 0

### **München**

Promenadeplatz 9  
80333 München  
Telefon + 49 89 23 699 - 0

### **Nürnberg**

Karl-Grillenberger-Straße 3  
90402 Nürnberg  
Telefon +49 911 234 248-0

### **Stuttgart**

Richard-Wagner-Straße 44  
70184 Stuttgart  
Telefon +49 711 305 843 - 0