

Bericht über das erste Halbjahr 2019

Handelskonflikte und politische Unsicherheit führen zu industrieller Schwäche – eine expansive Notenbankpolitik kann dies jedoch kompensieren

1. Konjunktur – Wachstumsstütze USA, markanter Rückgang im Industriebereich insbesondere in China und Europa

Das globale Wirtschaftswachstum fing bereits im Verlauf des vierten Quartals 2018 an, sich abzuschwächen. Diese Tendenz setzte sich vor allem im verarbeitenden Gewerbe im ersten Halbjahr 2019 fort. Wir erwarten insbesondere infolge einer schwachen Industriekonjunktur eine Abschwächung des Wachstums der Weltwirtschaft von 3,8% in 2018 auf rund 3% im laufenden Jahr.

Die **USA** bleiben zunächst der Wachstumsmotor. Eine solide Binnenkonjunktur und steigende Investitionen als Folge der vorangegangenen Steuersenkungen sorgten für ein robustes Wachstum im ersten Halbjahr von rund 2,5% p.a. Die moderaten Inflationsdaten gaben der amerikanischen Notenbank (FED) den Spielraum, ungewöhnlich früh auf die sich abschwächende Konjunktur zu reagieren. Die FED kündigte im Januar 2019 eine Abkehr von der Politik der Zinsanhebungen an, indizierte im Februar bereits ein Ende des Bilanzabbaus und deutete im Juni bei sich weiter eintrübenden Konjunkturdaten Zinssenkungen für die kommenden Monate an.

Auch in **China** verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum im Laufe des ersten Quartals insbesondere durch Schwäche im Automobilsegment. Als Reaktion darauf wurde eine expansivere Geld- und Fiskalpolitik angekündigt und umgesetzt. China bleibt mit rund 6% Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr, trotz der Verlangsamung, verglichen mit dem Vorjahr, ein wichtiger globaler Wachstumstreiber.

In **Europa** verbesserte sich das Wachstum im ersten Quartal leicht. Vor allem der Dienstleistungssektor konnte positiv überraschen, während das verarbeitende Gewerbe zunehmend unter den Handelskonflikten und der damit einhergehenden Verunsicherung litt. Hinzu kam, dass der insbesondere in China und Deutschland wichtige Automobilsektor von den schwachen Verkaufszahlen in China belastet wurde. Insgesamt wird die Wirtschaft der Eurozone im ersten Halbjahr um rund 1,2% gewachsen sein, wobei die deutsche Wirtschaft im zweiten Quartal wahrscheinlich stagnierte, während in Frankreich eine sehr expansive Fiskalpolitik ihre Wirkung entfaltete.

	Wachstum des Bruttosozialprodukts			Inflationsrate		
	2017	2018	2019e	2017	2018	2019e
Eurozone	2,5	1,8	1,1	1,5	1,7	1,4
Deutschland	2,2	1,4	0,8	1,8	1,8	1,5
Frankreich	2,3	1,6	1,3	1,0	1,9	1,2
Italien	1,6	0,9	0,1	1,2	1,2	0,9
Spanien	3,0	2,6	2,2	2,0	1,7	1,2
UK	1,7	1,4	1,4	3,7	3,4	2,5
China	6,9	6,6	6,3	1,6	2,1	2,3
Indien	6,7	7,1	7,2	3,4	3,6	3,9
USA	2,2	2,9	2,6	2,1	2,4	1,9
Brasilien	1,1	1,3	1,4	2,9	3,9	4,1
Mexiko	2,1	2,1	1,4	6,8	4,7	3,7
Japan	1,9	0,8	0,6	0,5	1,0	0,6
Welt	3,4	3,3	3,0	1,8	2,2	2,0
Welt (PPP)	3,8	3,8	3,4	2,0	2,4	2,2

Quelle: Refinitiv, Consensus Economics

Politische Verunsicherungen belasten das Wirtschaftsgeschehen erheblich

Während sich im Verlauf des ersten Quartals noch ein Handelsvertrag zwischen den USA und China abzuzeichnen schien, trübte sich diese Hoffnung im Mai durch die **Ankündigung von Zöllen** in Höhe von 25% auf Importe aus China im Gegenwert von US-\$ 200 Mrd. stark ein. Die **Maßnahmen der USA gegen Huawei** verdeutlichen zudem, dass das Ungleichgewicht der Handelsbeziehungen nicht das einzige bilaterale Problem ist. Noch schwieriger ist die Frage zu lösen, wie die USA den Technologietransfer nach China bremsen können, da dieser zunehmend die technologische und damit auch die militärische Dominanz der USA bedroht.

Ende Mai verkündete US-Präsident Trump darüber hinaus die Einführung von Zöllen gegen Mexico, falls das Land die Zahl der illegalen Immigranten in die USA nicht deutlich senkt. Diese wurden zwar bis heute ausgesetzt, aber die Verunsicherung, die von dieser kaum prognostizierbaren Politik ausgeht, bleibt bestehen und schwächt deutlich die Investitionsbereitschaft.

Auch die **Auseinandersetzung zwischen den USA und dem Iran** nahm im Verlauf des zweiten Quartals an Schärfe zu. Die USA entsandten Flugzeugträger und verschärften die gegen den Iran verhängten Sanktionen. Bisher nicht aufgeklärte Angriffe auf Tanker im Golf von Oman und der Abschuss einer amerikanischen Drohne führten beinahe zu einem amerikanischen Militärangriff auf den Iran.

Der eigentlich für Ende März geplante **Austritt Großbritanniens aus der EU** wurde mehrfach verschoben und ist nun für Ende Oktober geplant. Für die mit England handelnden bzw. dort produzierenden Unternehmen bedeutet dies, neben der Fortsetzung der Unsicherheit auch erhebliche Kosten der Vorbereitung auf einen Brexit.

Performance 2019 (inkl. reinvestierter Zinsen/Dividenden, Schlusskursbasis)

	Q1	Q2	1. Halbjahr 2019 2019 in Euro	
MSCI Welt in US-\$	11,9%	3,3%	15,6%	16,1%
Aktien USA (S&P 500)	13,1%	3,8%	17,3%	17,8%
Aktien Japan (TOPIX)	6,5%	-2,5%	3,8%	6,1%
Aktien China (CSI 300)	28,6%	-1,2%	27,1%	27,5%
Aktien Europa (EURO STOXX 50)	12,2%	5,5%	18,3%	
Aktien Deutschland (DAX)	9,2%	7,6%	17,4%	
EMU Staatsanleihen (IBOXX)	2,5%	3,4%	6,0%	
Unternehmensanleihen BBB Europa (IBOXX)	3,7%	2,6%	6,4%	
US-Staatsanleihen 10-Jahre	3,0%	4,4%	7,6%	8,0%
Gold	1,1%	9,0%	10,2%	10,6%
Ölpreis (Brent)	29,0%	-2,5%	25,9%	26,3%
US-\$	1,8%	-1,4%	0,4%	
Yen	1,1%	1,4%	2,4%	
UK £	4,2%	-3,7%	0,3%	

Quelle: Refinitiv

Deutschland leidet besonders stark unter hoher Auslandsabhängigkeit

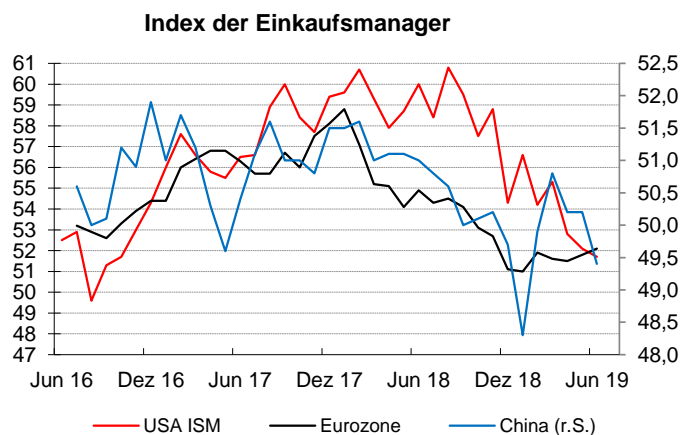
Aufgrund der zahlreichen Belastungen ist das Geschäftsklima in Deutschland im Juni auf den niedrigsten Wert seit November 2014 gesunken. Auch der globale Index der Einkaufsmanager im verarbeitenden Gewerbe lag zuletzt im Juni 2012 auf einem ähnlich niedrigen Niveau.

Geldpolitik kompensiert Konjunkturertrübung

Vor diesem Hintergrund ist die positive Wertentwicklung aller Anlageklassen vor allem der Hoffnung auf extrem expansive Notenbankmaßnahmen geschuldet, die dazu geführt hat, dass mittlerweile **rund 40% der ausstehenden Staatsanleihen eine negative Rendite aufweisen**. EZB-Präsident Draghi trug Anfang Juni dazu bei, indem er weitere geldpolitische Maßnahmen andeutete. Wir gehen davon aus, dass die EZB

den **Einlagensatz im Sommer um weitere 0,1% senken wird** und bei einer Fortsetzung des schwachen Wachstums auch eine Ausweitung der Anleihekäufe beschließt. Zudem dürfte dem Markt noch stärker signalisiert werden, dass in den nächsten 1-2 Jahren nicht mehr mit einer Anhebung der Zinsen zu rechnen ist, ohne dass sich eine sehr deutliche Verbesserung der Konjunktur sowie der Inflationsdaten materialisiert. **In den USA erwarten wir im zweiten Halbjahr eine Senkung der Leitzinsen um 50 Basispunkte.** Damit versucht die Geldpolitik immer stärker, die Folgen der Verunsicherung durch die Handelspolitik zu kompensieren und wird damit auch immer stärker von deren Entwicklung beeinflusst.

Indizes der Konjunkturellen Vorlaufindikatoren schwächen sich nach Stabilisierung im ersten Quartal aktuell wieder deutlich ab



Quelle: Refinitiv

Ausblick mit hohen politischen Risiken behaftet – Unser Basisszenario bleibt eine Lösung der Problemthemen bis Herbst dieses Jahres, im Vorfeld jedoch deutliche Stimuli der Konjunktur durch geld- und fiskalpolitische Maßnahmen

In unserem **Basisszenario** gehen wir davon aus, dass sich das aktuell **moderatere Wachstum** der Weltwirtschaft auf einem deutlich **abgeschwächten Niveau fortsetzt (Soft-Landing)**. Die Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China und auch die Probleme im Automobilsektor dauern an. Ungeachtet dessen kommt es nicht zu einem Abgleiten in eine Rezession, da die Geld- und Fiskalpolitik in den USA, Europa und vor allem in China noch expansiver wird. Im Vergleich zum Vorjahr hilft vor allem in Europa ein Basiseffekt, da das zweite Halbjahr 2018 durch negative Sondereffekte geprägt war (Automobilkrise, Jahrhundertssommer, Kollaps der Märkte). Steigende Realeinkommen bei hohem Beschäftigungsniveau sowie niedrigere Ölpreise stützen die Konsumnachfrage. Der Bau profitiert von dem sehr niedrigen Zinsniveau und teilweise auch von höheren Infrastrukturausgaben (China). Die Investitionen werden von der hohen Unsicherheit belastet, welche jedoch durch die Investitionen in die 5G-Netze sowie die Industrialisierung 4.0 gemildert wird.

Im **positiven Fall** kommt es zu einem **Handelsvertrag zwischen den USA und China im dritten Quartal 2019**. Dann gehen wir von einer markanten Belebung der Industriekonjunktur aus. Gleichzeitig dürfte dann ein großer Teil der antizipierten geldpolitischen Maßnahmen der Notenbanken entfallen und damit der fiskalpolitische Impuls, insbesondere in China, würde deutlich kleiner ausfallen.

Im **negativen Fall** kommt es zu einer weiteren **Eskalation des Handelskonflikts und einem Krieg mit dem Iran**. Die USA erheben Zölle auf Importe aus China im Gegenwert von weiteren US-\$ 300 Mrd. mit entsprechenden Gegenmaßnahmen Chinas. Zwischen den USA und dem Iran kommt es zu kriegerischen Auseinandersetzungen mit Einschränkungen der Schifffahrt in der Straße von Hormus. In diesem Fall fällt die Weltwirtschaft in eine Rezession, die USA bleibt dennoch Konjunkturlokomotive bei deutlich

verringertem Wachstum. In China und Europa sind massive Stimulierungsmaßnahmen notwendig, um die Wirtschaft zu stabilisieren, die in Europa jedoch deutlich schwerer umsetzbar sind.

Neben diesen Handelsthemen sind für Europa die **Lösung der Brexitfrage** sowie der Streit um das italienische Haushaltsdefizit entscheidend. Wir gehen davon aus, dass ein harter Brexit zwar deutlich wahrscheinlicher geworden ist, aber letztlich doch vermieden werden kann. Im Streit um das Haushaltsdefizit Italiens kann es im Herbst zu einem Konflikt um das Budget für 2020 kommen, der zumindest temporär den Euro belasten würde.

2. Anlagestrategie – Hohe Erträge nach überzogenen Risikoprämien zu Jahresanfang und Wende der Geldpolitik in USA und China

Hohe Unsicherheit und ungelöste Krisenthemen zum Jahresstart 2019 – US-Notenbank setzte bereits am 4. Januar Restriktionskurs wieder aus

Die Marktentwicklung im 4. Quartal 2018 stellte im Zuge von Kursrückgängen über alle Anlageklassen erhöhte Anforderungen an das Risikomanagement der Investmentportfolien. Unser Haus ist daher mit einer **sehr vorsichtigen Positionierung** sowie einer deutlich reduzierten Aktienquote von ca. 34% (in einem beispielhaften Balanced Mandat mit einer neutralen Aktienquote von 50%) inklusive Absicherung ins Jahr 2019 gestartet. Die Versicherungsposition in Gold und Staatsanleihen (Bundesanleihen und US-Treasuries) - beide laufen in der Regel gegenläufig zu Aktien - waren ebenfalls in den Portfolien verblieben.

Für einen **potentiellen Wiederaufbau der Risikoquote** hatten wir in der Investmentstrategie im Vorfeld klare Meilensteine definiert:

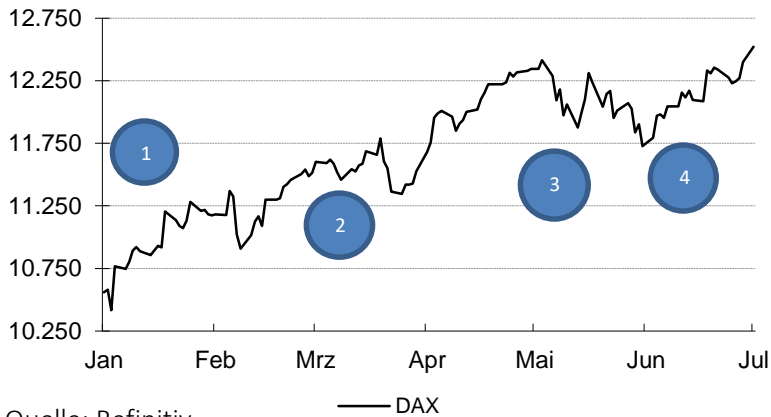
- US-Notenbank legt eine Pause im Zinserhöhungszyklus ein.
- Es zeichnen sich Handelsabkommen zwischen den USA, China und der EU ab.
- Chinesische Regierung beschließt ein Konjunkturprogramm.
- Beilegung der politischen Krisenthemen (Italien, Frankreich Proteste, etc.).
- „Hard Brexit“ wird vermieden.
- Konjunkturdaten verbessern sich durch Wegfall von Sondereffekten (Dieselkrise, Währungskrisen Emerging Markets, Wetter, etc.).

Aktives Management und ein hohes Maß an Disziplin im ersten Halbjahr 2019

Im Laufe des ersten Quartals erfüllten sich diese Voraussetzungen zum überwiegenden Teil oder die Lösung der Probleme wurde vertagt. Hervorzuheben ist die Ankündigung der US-Notenbank per Anfang Januar, den Zinserhöhungszyklus auszusetzen. Diese Nachricht führte zu einem Aufatmen an

den internationalen Kapitalmärkten und einer **Rückkehr der Marktteilnehmer in risikobehaftete Anlageklassen**. Insbesondere die internationalen Aktienmärkte sowie Unternehmensanleihen profitierten. Daher haben wir in mehreren Schritten eine daten- und fallbezogene Aufstockung der Aktienquote vorgenommen.

Notenbanken und Politik bestimmen die Aktienmarktentwicklung



- ① Januar: US-Notenbank verkündet Aussetzung des Zinserhöhungszyklus.
- ② März: Verkündung des ersten Stimulusprogramms der Regierung Chinas.
- ③ Mai: USA initiiert weitere Zölle gegen chinesische Importgüter im Gegenwert von 200 Mrd.USD. Dramatische Verschärfung der Sanktionen der USA gegen Huawei.
- ④ Juni: Spekulationen über Zinssenkung der US-Notenbank sowie Wiederaufnahme Handelsgespräche.

Beispielsweise haben wir nach der Veröffentlichung des Konjunkturprogramms durch die chinesische Regierung (u.a. Steuer- und Abgabensenkungen zur Ankurbelung des heimischen Konsums) und in Erwartung einer Verhandlungslösung im Handelskonflikt USA/China zyklische, strukturell wachsende Einzeltitel sowie zusätzlich eine Position in chinesischen Aktien aufgebaut.

Getrieben durch die Notenbanken und das Konjunkturprogramm Chinas wiesen die internationalen **Aktienmärkte per 30.04. deutliche Zugewinne** auf, obwohl Themen wie der zwischenzeitlich drohende ungeordnete Austritt Großbritanniens aus der EU sowie der Budgetstreit zwischen der neuen Regierung Italiens und der EU nur verschoben worden waren. Die hohe Unsicherheit, ausgelöst durch den ungelösten Handelsstreit zwischen den USA und China, der zu Investitions- und Kaufzurückhaltung führte, sowie die Folgen der bereits eingeführten Zölle sorgten für sich immer weiter **abschwächende Zahlen im Verarbeitenden Gewerbe weltweit**.

Per Ende April wiesen unsere Balanced Mandate mit einer Quote von deutlich über 50% eine **Übergewichtung in Aktien** auf. Den „Krisenmodus“ hatten wir vorerst verlassen und haben ein diversifiziertes, ausgewogeneres Portfolio konstruiert. Die **strategische Aktienquote in den USA** in Höhe von 10-20% des Aktienbausteins (in Abhängigkeit vom jeweiligen Investmentauftrag) ist aufgrund des im Vergleich stärkeren Wirtschaftswachstums sowie der aufkeimenden Zinssenkungsphantasie unverändert ein wesentlicher Baustein der Landert-Investmentstrategie.

Die Positionen in Gold, Bundesanleihen und US-Treasuries wurden als „Versicherungen“ aber ebenfalls gehalten. Daneben hatten wir die Währungsdiversifizierung in den US-Dollar und die Norwegische Krone u.a. vor dem Hintergrund der anhaltenden europäischen Krisenthemen (Italien, Brexit) beibehalten.

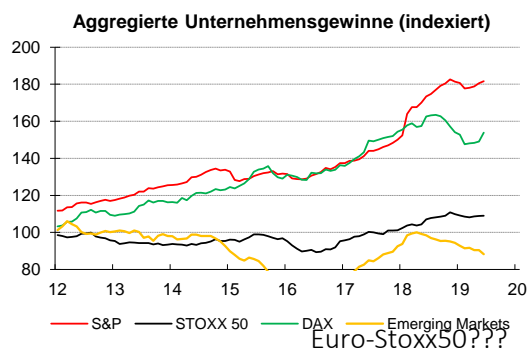
Unerwartete Zollanhebungen des US-Präsidenten und Aussetzen der Handelsgespräche sorgten im Frühjahr erneut für Turbulenzen

Mit der Tweet-Ankündigung von Donald Trump am 5. Mai 2019, kurzfristig höhere Zölle auf weitere Importgüter einzuführen sowie den darauf folgenden Gegenmaßnahmen der Regierung Chinas, stieg die Wahrscheinlichkeit eines Scheiterns des Handelsdeals deutlich an. Umgehend danach haben wir begonnen, unsere Portfolien, wo rechtlich möglich, über eine **Put-Option (DAX)** bzw. Derivateposition abzusichern. Die verschärften Sanktionen der USA gegen den größten chinesischen Telekommunikationsausrüster Huawei ließen das Risiko noch weiter ansteigen, so dass wir per Mitte Mai die Absicherung über den **Erwerb einer zweiten Put-Option (Euro Stoxx 50)** noch verstärkt haben. Durch den Kauf der beiden Derivate lagen die Aktienquoten unserer Portfolien in einer wirtschaftlichen Betrachtung signifikant unterhalb der strategischen Quoten. Die Konstruktion der Put-Absicherung anstelle eines reinen Aktienverkaufs schaffte eine asymmetrische Chance-Risiko-Situation. Einerseits waren die **Portfolien in Teilen abgesichert**, andererseits ermöglicht es uns, das **Aufwärtspotential an den Aktienmärkten, das durch eine Lösung des Handelsstreits zwischen den USA und China freigesetzt würde, für die Portfolien unserer Mandanten zu erhalten**.

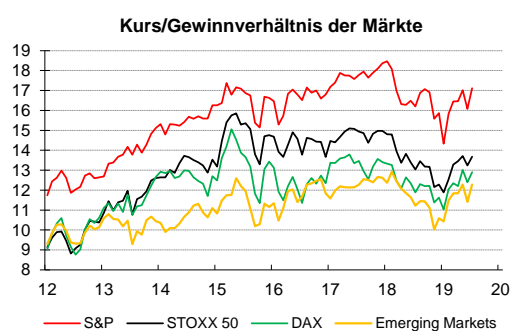
Mit Blick auf die potenziell negativen Auswirkungen auf die Weltkonjunktur haben wir darüber hinaus Aktienpositionen in zyklischen Werten sowie China und Japan reduziert bzw. vollständig verkauft. Im Gegenzug haben wir defensive Aktien und vor allem **Staatsanleihen aus Deutschland, Österreich, Spanien und Portugal** aufgebaut. Gleichzeitig haben wir mit der in den USA einsetzenden Zinssenkungstendenz die **Duration des Rentenbausteins auf 4 bis 4,5 Jahre** durch Kauf langlaufender Anleihen verlängert.

Vor dem G20 Gipfel in Osaka (Japan) zeichnete sich eine Annäherung zwischen den USA und China ab, die zu einer mittelfristigen Einigung im Handelsstreit führen könnte. Durch die Aufstockung strukturell wachsender Favoriten im Industriesegment haben wir kurz vor Ende des ersten Halbjahres 2019 die Aktienquote wieder ein wenig erhöht.

Gewinne stagnieren auf hohem Niveau



Bewertungsdiskont wieder abgebaut



Quelle: Refinitiv

Ausblick: Erfreuliche Wertentwicklung der Kundenportfolien erhalten

Das stark von politischen Ereignissen geprägte Marktumfeld wird uns voraussichtlich auch im zweiten Halbjahr 2019 erhalten bleiben. Wir werden daher unsere asymmetrische Rendite- / Risikopositionierung bis zur Verbesserung der Industriedaten bzw. Lösung der politischen Krisenthemen beibehalten. D.h., nach unten sind wir in Teilen abgesichert, an Kurzuwachsen nehmen wir jedoch auskömmlich teil. Wir erwarten in den kommenden Wochen eine volatile Seitwärtsbewegung von Risikoassets, solange sich nicht ein Ende des Handelsstreits und damit nachfolgend auch eine Verbesserung der industriellen Konjunkturdaten ergeben. Sollte sich diese Einschätzung unsererseits als nicht richtig herausstellen und die Konjunkturerholung nicht stattfinden, werden wir die Aktienquote durch den Verkauf zyklischer Aktien reduzieren sowie die Derivate-Absicherung ausbauen.

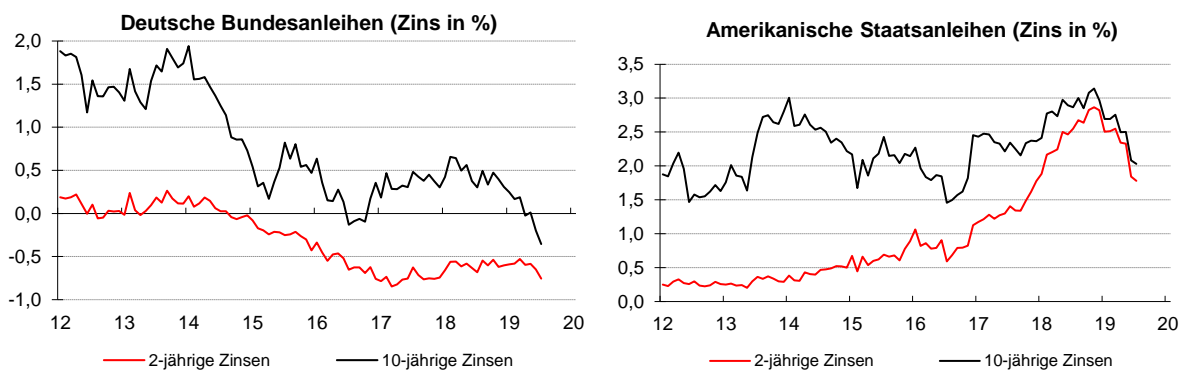
3. Rentenstrategie

Rückblick: Hohe Kursgewinne – Nullzinsumfeld bleibt voraussichtlich mehrjährig bestehen

Eine der größten Überraschungen im ersten Halbjahr war die außerordentlich gute Wertentwicklung der globalen Anleihemärkte, nicht nur was die absoluten Zahlen anbelangt, sondern vielmehr die synchron positive Entwicklung von Staats- und Unternehmensanleihen weltweit. Dies passt vordergründig nicht zum volkswirtschaftlichen Rahmen sich verschlechternder Daten, den geopolitischen Spannungen und einer weiteren Verschärfung im Handelskrieg zwischen China und den USA.

Die Ursachen liegen in einer Mixtur aus „lower for longer“-Zinserwartungen, der Suche nach Sicherheit, einer zunehmenden Jagd nach Rendite und hoher Liquidität, die am Markt rentierlich investiert werden soll.

Deutliche Zinsrückgänge in den USA und Deutschland



Quelle: Refinitiv

Ausgehend von einer Jahresrendite von 2,7% zu Jahresbeginn entwickelten sich 10-jährige US-Treasuries in den ersten vier Monaten bis auf 2,5% und sackten in den folgenden zwei Monaten durch den Tonwechsel der US-Notenbank, die schwächelnde Wirtschaft durch Zinssenkungen zu unterstützen, bis zum Halbjahresende auf 2% ab. Investoren, die auf **US-Staatsanleihen, Deutsche und Europäische Staatsanleihen** gesetzt haben, wurden demzufolge auskömmlich mit Rendite entschädigt. Auch die Landert-Portfolien konnten von dieser Entwicklung profitieren.

Bei europäischen Unternehmensanleihen guter Qualität (Investment Grade oder IG) sank im Jahresverlauf die Risikoprämie, gemessen am ITRAXX Europe Unternehmensanleihen-Index, um 0,33 %. Hybride Anleihen, die unser Haus generell selektiv in die Portfolien aufnimmt, bestachen durch eine besonders gute Entwicklung. Unternehmensanleihen schlechterer Bonität (High Yield) entwickelten sich ebenfalls positiv, in den USA jedoch aufgrund der wesentlich besseren Unternehmensergebnisse deutlich stärker als in Europa.

Die fallenden Zinsen in den entwickelten Volkswirtschaften führten zu Kapitalströmen in die Emerging Market-Länder und sowohl Unternehmensanleihen als auch Staatsanleihen dieser Regionen zogen das Interesse der Investoren auf sich. **Landert hatte auch hier selektiv in Länder wie Mexiko, Indonesien und vornehmlich in Osteuropa (Tschechien, Kroatien sowie Russland) investiert.**

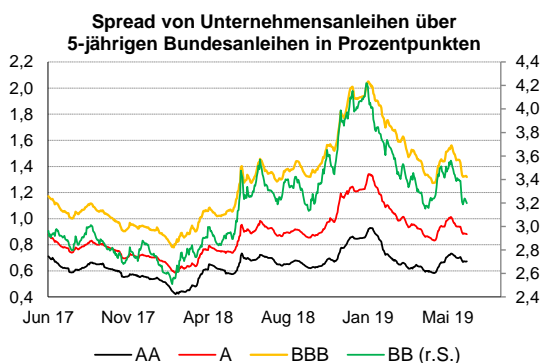
Mittlerweile preist der Markt **drei Zinssenkungen der US-Notenbank noch in 2019** ein. Auch die jüngsten Äußerungen der EZB signalisieren einen weiteren, wenn auch kleinen Zinsschritt um 0,1% auf -0,5% nach der Sommerpause. Auf der Seite der EZB bestätigte auch Präsident Draghi, das Anleihekaufprogramm bei Bedarf zu revitalisieren.

Ungeachtet aller positiven Ergebnisse muss erwähnt werden, dass die volatile Phase im Mai, insbesondere bei Papieren mit schlechterer Bonität, einen zwar temporären, aber rasanten Anstieg der Risikoprämien gezeigt hat, der vor allem in den USA ausgeprägter verlief als in Europa.

Die mitunter sorglos anmutende Stimmung an den Rentenmärkten hat unser Haus im bisherigen Jahresverlauf genutzt, um die **Qualität im Portfolio weiter zu verbessern**. So haben wir bei sehr gut gelaufenen Papieren Gewinne mitgenommen, haben **schlechtere Bonitäten reduziert** und im Gegenzug bessere Bonitäten mit längeren Laufzeiten aufgenommen, um die durchschnittliche Restlaufzeit in den Portfolios zu verlängern.

Bei den hybriden Papieren haben wir keine Aufstockungen vorgenommen und defensivere Titel mit kürzeren Kündigungsfristen gewählt. Beispielhaft haben wir in den dänischen Energieversorger Orsted mit hoher Staatsbeteiligung, die tschechische Bahn Ceske Drahy oder den Getränkeabfüller Coca-Cola investiert. Veräußert haben wir Unternehmen mit herausfordernden Geschäftsmodellen wie z.B. die Autobanken Fiat Chrysler und Ford Credit Europe sowie Hybridanleihen von VW und Bayer. Ebenfalls haben wir sehr teure, gut gelaufene und niedrigverzinsliche Anleihen wie Amadeus und Vonovia abgebaut.

Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen wieder deutlich gesunken



Quelle: Refinitiv

Ausblick: Anhaltendes Niedrigzinsumfeld – zunehmend weisen Staatsanleihen negative Renditen auf

Grundsätzlich bleiben die Rentenmärkte durch die Geldpolitik der FED und EZB positiv unterstützt. Andere Notenbanken dürften dem „Signalmarkt“ USA folgen. Dies kompensiert den negativen Effekt einer Abschwächung der Weltwirtschaft. Wir gehen weiter von einer, wenn auch deutlich verzögerten, Einigung im Handelsstreit USA/China aus und nehmen an, dass weitere Handelszölle während der Kommunikationsphase ausgesetzt werden, sodass sich für den **Rentenmarkt eine Seitwärtsphase** ergibt. Damit kann im zweiten Halbjahr die laufende Rendite des Portfolios zusätzlich zu der sehr guten Performance des ersten Halbjahres verdient werden.

Landert wird in dieser Phase weiter eine Übergewichtung von Staats- (Deutschland, Österreich, USA, Spanien, Portugal) und Unternehmensanleihen mit deutlich verlängerter Laufzeit bei gleichzeitiger Verbesserung der Kreditqualität des Portfolios anstreben. Bei **Italien** bleiben wir unter dem Aspekt der Vorsicht bei **kurzen Laufzeiten** und kleinen Positionen. Eine weitere großflächige Reduzierung der Risikoprämien erwarten wir ausgehend vom jetzt erreichten Niveau nicht.

Ein **Negativszenario** mit sich verschlechternden Wirtschaftsdaten in Kombination mit einer weiteren Eskalation des Handelskriegs und einer Zunahme der geopolitischen Spannungen im Iran würden die Weltwirtschaft in oder in die Nähe einer Rezession bringen und neben den bereits eingepreisten, einen zusätzlichen geld- und fiskalpolitischen Stimulus erfordern. Dieses Risikoszenario würde den Abbau des Kreditsegmentes im Bereich Unternehmensanleihen bei gleichzeitiger Aufstockung von US-Treasuries und Bundesanleihen für die Portfolien bedeuten. Zu erwarten wäre auch eine starke Kapitalflucht aus den Ländern der Emerging Markets, die in diesen Rentensegmenten deutliche Kursverluste mit sich bringen würde. Für das Euroland hieße dies, dass insbesondere Italien, trotz expansiver Geldpolitik zum Kreditfall werden könnte. Somit müssten Staatsanleihen der Peripherie veräußert werden.

4. Aktienstrategie

Rückblick: Fokus auf strukturellem Wachstum bei anhaltend schwacher Industriekonjunktur – Selektionsfokus IT und defensive Sektorthemen

Angesichts der weltweit schwachen Konjunkturdaten, restriktiver Notenbanken und fehlender Visibilität bei den politischen Krisenthemen (Handelskrieg USA-China, Brexit, Italien) sind wir mit einer deutlichen Untergewichtung in Aktien in das Jahr 2019 gestartet.

Die Veränderung hin zu einer expansiven Geldpolitik durch die Notenbanken und die Annäherung im Handelskonflikt zwischen den USA und China veranlassten uns bis April zu einer daten- und eventbezogenen Aufstockung der Aktienquoten.

Diese erfolgte über eine **Investition am chinesischen Aktienmarkt und den Kauf von zyklischen, strukturell wachsenden Unternehmen in Europa** (Kering, Cap Gemini, Sulzer, Schneider) bei **Beibehaltung einer strategischen Positionierung in US-Aktien**.

Innerhalb der europäischen Aktien lag unser Fokus auf Branchen mit strukturellem Gewinnwachstum. Dazu zählten u.a. die Sektoren:

Industrie und Technologie mit dem Schwerpunktthema Digitalisierung 4.0 (z.B. Schneider, SAP, Cap Gemini, z.T. auch Wirecard),

- Healthcare (z.B. Philips, Novartis, Fresenius Medical Care, UCB),
- Versorger als Profiteur steigender Strompreise (z.B. Iberdrola, Uniper, Innogy),
- Versicherungen (z.B. AXA, Allianz, Talanx),
- Infrastruktur (z.B. HeidelbergCement, Hochtief, Sulzer, Fraport).

Auf strukturschwache Themen wie **Automobile, Banken, Telekom, Basisindustriezykliker wie Stahl, oder Halbleiter und TV haben wir nahezu komplett verzichtet**, da sie fallende Unternehmensgewinne aufweisen.

Nach den deutlichen Kursrückgängen bei **Champions im Mittelstand** im 4. Quartal 2018 gab es einige interessante Kaufgelegenheiten, so dass wir hier unser Exposure über Käufe bzw. Aufstockungen bei Aktien wie Hochtief, Sulzer und Ströer wieder etwas erhöht haben. Zusätzlich haben wir Titel mit Corporate Events beigemischt, die über ihre relativ marktunabhängige Entwicklung einen positiven Ergebnisbeitrag zum Portfolio leisten konnten (Novartis/Alcon, Innogy, Uniper).

Mit der Verschärfung der Konflikte im Mai haben wir das Aktienportfolio wieder defensiver aufgestellt. Um die gute absolute und relative **Performance der Kundendepots abzusichern**, haben wir die Aktienquote deshalb wieder deutlich reduziert und sind aktuell im Vergleich zur neutralen Quote untergewichtet. Dies erfolgte über den **Kauf von Absicherungsinstrumenten wie Optionen und Short-Zertifikaten** und den Verkauf bzw. die Reduzierung von zyklischen Aktien wie BASF, Kion und Schneider. Dazu haben wir unser Investment in **Japan und die Hälfte der China-Position verkauft**. Aufgestockt haben wir dagegen **defensive Titel wie Ahold, Novartis und Nestle**.

Ausblick: Politik bestimmt weiteres Vorgehen – Markt benötigt Stabilisierung der Industriekonjunktur

Unsere weitere Positionierung in den nächsten Monaten wird maßgeblich durch die Entwicklung der Handelskonflikte beeinflusst. Bei einer Entspannung sehen wir verbesserte Konjunkturdaten und werden die Aktienquote durch den Kauf von zyklischen Industrieaktien anheben. Bei einer Verschärfung erwarten wir fallende Aktienmärkte und werden deshalb unser Portfolio durch Verkäufe von Aktien und eine Ausweitung der Absicherung defensiver ausrichten.

5. Rohstoff- und Devisenstrategie

Rückblick: Ein heterogenes Bild – Gold profitiert von politischen Krisenthemen und anhaltenden Negativzinsen

Rohstoffe zeigten im ersten Halbjahr 2019 ein **heterogenes Bild**. Die größten positiven Kursreaktionen waren in den Bereichen Energie und Edelmetalle zu verzeichnen.

Im Energiesektor zogen insbesondere die Notierungen von Benzin, Öl und Heizöl an. Sorgte Anfang des Jahres die Förderdisziplin der OPEC für höhere Ölpreise, so war der USA- Iran Konflikt ab Juni der Haupttreiber für die Energiepreise.

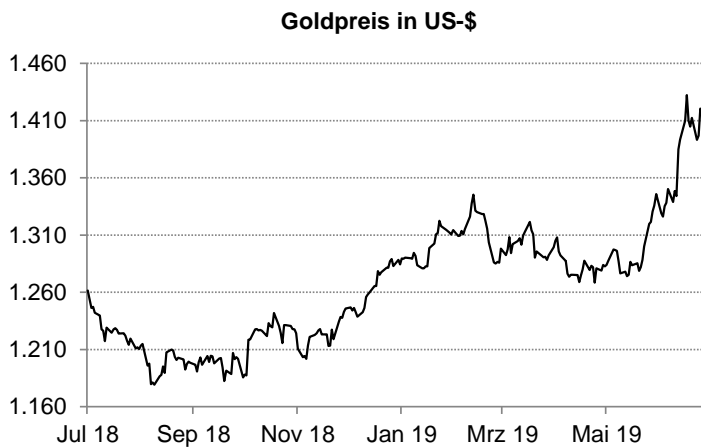
Bei den Edelmetallen war Palladium der große Gewinner. Das Edelmetall profitiert unverändert von der Entwicklung, dass bei der Produktion von Katalysatoren zur Abgasreinigung an Stelle von Platin vermehrt Palladium verwendet wird. Der Goldpreis tendierte zu Jahresanfang freundlich und erreichte Mitte Februar ein Hoch von 1.346 USD. Im Laufe der folgenden Monate gab die Notierung allerdings bis Ende Mai sukzessive bis auf 1.300 USD nach. Durch die aufkommenden Spekulationen über anstehende Zinssenkungen der US-Notenbank stieg der Goldkurs bis Mitte Juni wieder auf 1.340 USD. Der eskalierende Konflikt zwischen den USA und dem Iran, ausgelöst durch einen Angriff auf zwei Tanker im Golf von Oman, trieb den Goldkurs weiter bis auf ein Hoch von 1.438 USD am 25.06. und verhalf dem Edelmetall somit zu diesem Zeitpunkt zu einer **Jahresperformance von +12,1% (in USD)**. Landert-Mandanten konnten davon mit Ihren Goldpositionen auskömmlich profitieren.

Auf der Verliererseite findet man vornehmlich Industriemetalle wie Kupfer, Blei und Zink. Diese spiegeln als Barometer der Weltwirtschaft das sich abschwächende Wachstum wider. Der Handelskonflikt zwischen den USA und China liegt ebenfalls wie „Blei“ auf den Kursen.

Auch bei den Agrarrohstoffen, vornehmlich Orangensaft, Baumwolle und Kaffee, gaben die Kurse im ersten Halbjahr nach. Ein Grund hierfür war u.a. bei Kaffee ein durch Rekordernten in Brasilien entstandenes, massives Überangebot.

Ausblick: Gold bleibt unterstützt durch Negativzinsen und politische Unsicherheit

Aufgrund des Trends zu anhaltender politischer Unsicherheit und weiter sinkenden Geldmarktzinsen gehen wir von einer guten Unterstützung für den Goldpreis aus.



Quelle: Refinitiv

Devisenmärkte: Ungewöhnlich stabile Seitwärtsentwicklung

Das erste Halbjahr 2019 war von **sehr geringen Schwankungen der wichtigsten Währungspaare zum Euro** geprägt. So verharrte der Kurs des Euro gegenüber dem **US-Dollar** in einem Handelsband zwischen 1,11 USD/Euro und 1,15 USD/Euro aufgrund des **Wechselspiels eines höheren Zins- und Wachstumsniveaus in den USA und verschobener politischer Risiken in der Euro-Zone**.

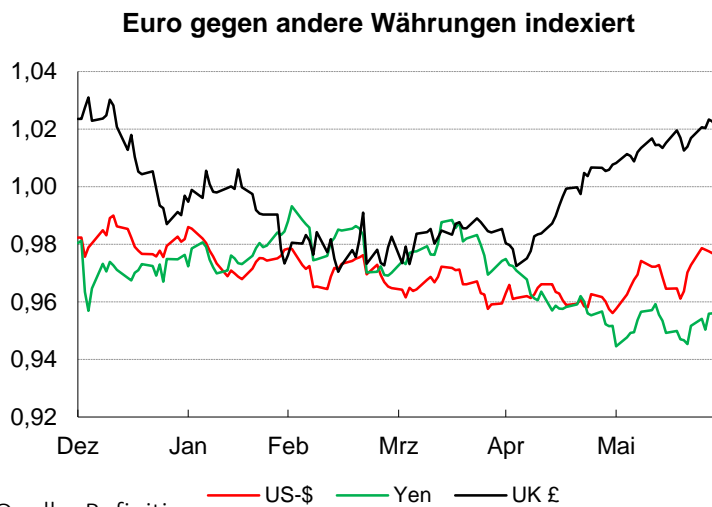
Das **Britische Pfund** stieg in der Hoffnung auf eine Annahme des Austrittsvertrags bis April seit Jahresanfang um knapp 6% an, um nach dem Scheitern im britischen Parlament diese Gewinne fast gänzlich wieder abzugeben. Bei einem unregelmäßigen Austritt Großbritanniens würde es weiter zur Schwäche neigen.

In den Kundenmandaten waren wir mit gutem Erfolg im ersten Halbjahr 2019 unter dem Aspekt von Sicherheit, Liquidität und Diversifikation in **langlaufende US-Treasuries bzw. Unternehmensanleihen sowie Anleihen in Norwegischen Kronen** investiert.

Erwartete Reaktion der wichtigsten Währungen gegenüber dem EURO

Einflussfaktor	USD	CHF	GBP	CNY	JPY	NOK	AUD
Einigung Handelskonflikt USA/China	↘	↘	→	↗	↘	↗	↗
Austritt Großbritannien ohne Abkommen	↗	↗	↘	↗	↗	↗	↗
Zinssenkungen in den USA	↘	→	→	↗	→	↗	↗
höheres Haushaltsdefizit Italien	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗

Euro hat gegen Pfund gewonnen und gegen US-Dollar und Yen leicht nachgegeben



Während die **norwegische Krone** vom steigenden Ölpreis profitierte, konnte der australische Dollar aufgrund von Befürchtungen über eine nachlassende Konjunktur in China und Zinssenkungen der Notenbank seine zwischenzeitlichen Kursgewinne nicht halten. Die Entwicklung des chinesischen Yuan verlief entlang der Entwicklung der Handelsgespräche zwischen den USA und China.

Ausblick: Weitere Seitwärtsbewegung erwartet

Für die weitere Entwicklung im Jahresverlauf werden die im ersten Halbjahr kursbestimmenden Faktoren ihre Gültigkeit behalten. Zinssenkungen in den USA, eine Einigung im Handelsstreit USA/China, die Verschuldung Italiens und der Ausgang des Austritts Großbritanniens werden weiterhin den **Außenwert des Euro maßgeblich beeinflussen**. Ohne Ergebnisse werden die wichtigsten Währungspaare unserer Einschätzung nach in den etablierten Seitwärtsbändern verharren. Ein über den Erwartungen liegender Zinssenkungsprozess in den USA würde den US-Dollar belasten und eine Korrektur in Richtung 1,20 Euro hervorrufen. Ein geordneter Brexit würde dem Pfund und ein US-China Handelsvertrag dem Yuan zu Kursgewinnen verhelfen.

Die erläuterte Anlagestrategie auf Basis des beschriebenen Kapitalmarktumfeldes wurde und wird individuell für die Mandanten entsprechend den Anlagerichtlinien, der Geeignetheit, der Risikotragfähigkeit und der Risikoneigung umgesetzt.

Redaktion: Jens Bäder, Markus Gleissner, Matthias Jörss, Thomas Pethofer, Dr. Wolfgang Sawazki, Andreas Scharpe, Sascha Werberich, Karl Richard Zanders