

Jahresbericht

2019

Eine sehr expansive Notenbankpolitik beflügelte die Kapitalmärkte und überkompensierte die von Handelskonflikten und politischer Unsicherheit geprägte industrielle Schwäche

Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Asset Allocation

Aktienstrategie

Rentenstrategie

Rohstoffe

Währungen

Zusammenfassung

Editoren: Horst-Kaspar Greven, Dr. Wolfgang Sawazki, Karl Richard Zanders
Redaktion: Jens Bäder, Markus Gleißner, Matthias Jörss, Thomas Pethofer,
Andreas Scharpe, Patrick Stier, Sascha Werberich

1. Gesamtwirtschaftliches Umfeld

„fragile politische Lage zu Jahresbeginn...“

Abkühlung der Weltwirtschaft im Zuge eines Einbruchs der Industriekonjunktur und den Folgen der Handelskriege – Notenbanken kompensierten dies durch sehr expansive Geldpolitik

Es waren politische Unsicherheiten wie der Handelskonflikt zwischen den USA und China, die Brexit-Turbulenzen in Europa sowie diverse Zollerhebungen, die das Wachstum der Weltwirtschaft im Jahr 2019 belasteten.

Das globale Handelsvolumen verzeichnete mit einem Anstieg von nur rund 1% das geringste Wachstum seit der Finanzkrise.

Die politische Unsicherheit führte vor allem zu verringerten Investitionen, während der Konsum in den wesentlichen Regionen solide wuchs.

Erhalten blieben die strukturellen Probleme im Automobilsektor, die in den von der Autoproduktion stark abhängigen Ländern wie Deutschland, Japan und China durch einen Einbruch der Industriekonjunktur das Wachstum massiv reduzierten. Somit fiel das Wachstum der Weltwirtschaft von 3,7% auf etwa 3% und damit auf den niedrigsten Wert seit der Weltfinanzkrise. In den Industrieländern rutschte das verarbeitende Gewerbe in eine Rezession.

Die Inflationsrate ging im Zuge des Wachstumsrückgangs weltweit leicht auf 1,9% zurück (2018: 2,2%). Dazu trugen rückläufige Preise für landwirtschaftliche Güter, ein fallender Ölpreis und ein weiter sehr moderater Anstieg der Löhne bei.

	Wachstum des Bruttonominalprodukts			Inflationsrate		
	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e
Eurozone	1,8	1,1	1,0	1,7	1,2	1,2
Deutschland	1,4	0,5	0,8	1,8	1,4	1,5
Frankreich	1,6	1,3	1,1	1,9	1,2	1,3
Italien	0,9	0,1	0,4	1,2	0,7	0,9
Spanien	2,6	2,0	1,6	1,7	0,8	1,1
UK	1,4	1,3	1,1	3,4	2,6	2,7
Polen	5,1	4,3	3,4	1,6	2,2	2,8
Russland	2,3	1,1	1,7	4,3	3,6	3,8
China	6,6	6,1	5,8	2,1	2,7	2,7
Indien	7,1	5,8	6,7	3,6	3,5	3,9
USA	2,9	2,3	1,8	2,4	1,8	2,0
Kanada	1,8	1,5	1,6	2,3	2,0	1,9
Brasilien	1,1	0,9	2,0	3,7	3,3	3,7
Mexiko	2,0	0,2	1,1	4,8	3,0	3,4
Japan	0,8	1,0	0,2	1,0	0,6	0,7
Welt	3,3	2,8	2,5	2,2	1,9	2,0
Welt (PPP)	3,7	3,1	3,1	2,4	2,2	2,3

Quelle: Datastream – Economic Consensus

„...Richtungswechsel der FED, ultra-expansive EZB“

Im Gegensatz zu den Erwartungen von Ende 2018 indizierte die FED gleich zu Jahresbeginn 2019 Zinssenkungen sowie im Februar ein Ende des Bilanzabbaus. Im weiteren Verlauf des Jahres folgten drei Zinssenkungen. Seit September wird die Notenbankbilanz durch Wertpapierkäufe wieder ausgeweitet. Die Notenbank hat damit ungewöhnlich früh auf die sich abschwächende Konjunktur reagiert.

Während der Konsum von der ausgesprochen guten Entwicklung des amerikanischen Arbeitsmarktes profitierte, waren vor allem die Ausrüstungsinvestitionen rückläufig. Zudem litt der Außenhandel unter dem schwachen Wachstum der wichtigsten Handelspartner und der - gemessen an der Kaufkraftparität - hohen Bewertung des US-Dollar. Auch die Bauinvestitionen waren im ersten Halbjahr rückläufig, sie stiegen aber aufgrund der niedrigen Zinsen im zweiten Halbjahr wieder deutlich an.

Europa: Brexit, politische Instabilität in Italien und Einbruch der Autoproduktion belasten

In Europa belastete zusätzlich zum Handelskonflikt die Brexit-Unsicherheit die Konjunktur und hier vor allem die Investitionstätigkeit. Erst mit der Wahl von Boris Johnson im Dezember zeichnete sich eine parlamentarische Mehrheit für eine vertragliche Regelung des Brexits zwischen der EU und Großbritannien ab. Ausgerechnet die Wahl eines Brexit-Hardliners wurde von den Märkten mit Erleichterung aufgenommen, da man auf ein Ende der Unsicherheit setzte.

Erhalten blieb die politische Instabilität in Italien. Das steigende Haushaltsdefizit im Jahr 2018 hatte zu einem deutlichen Anstieg der Kapitalmarktzinsen geführt, die im Jahr 2019 nur sukzessive wieder abgebaut wurde. Das Wachstum wurde aber weiterhin belastet. Dringend notwendige strukturelle Reformen unterblieben weiterhin.

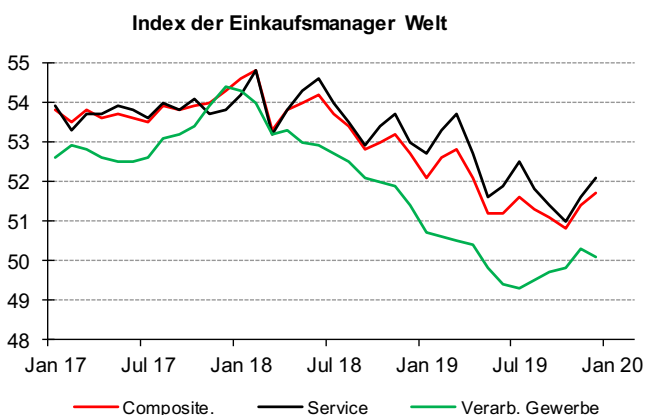
Ab Sommer 2019 belastete im Zuge ausbleibender Absatzincentivierungen in China und der forcierten Hinwendung zu Elektroautomobilen ein massiver Einbruch der Automobilproduktion die Konjunktur in Europa.

Innerhalb Europas litt Deutschland am meisten. Die hohe Abhängigkeit vom Automobil- und Maschinenbausektor wirkte sich negativ aus. Die in der Autoproduktion sehr langen Wertschöpfungsketten belasteten somit auch die Hersteller von Vorprodukten wie Stahl, Halbleiter und Chemie. Die EZB reagierte auf die Wachstumsschwäche, indem sie im September den Einlagensatz von -0,4% auf -0,5% senkte und ab November wieder Anleihen in Höhe von €20 Mrd. pro Monat kaufte.

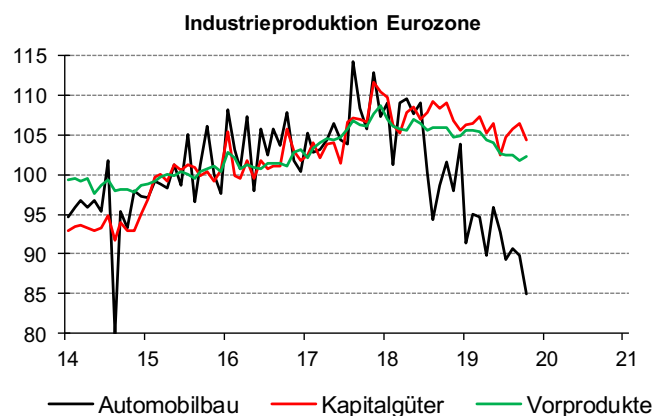
Sie führte gleichzeitig eine Staffelung für den negativen Einlagensatz ein, um die gravierenden Folgen für die Banken zu lindern.

„...alte Probleme in Europa...“

„...Strukturkrise des Autosektors...“



Quelle: Datastream



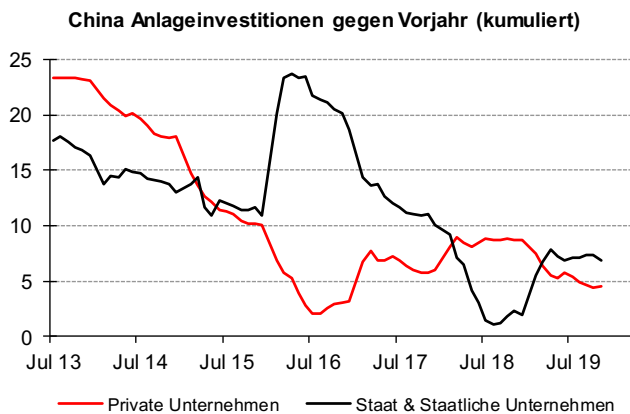
Quelle: Datastream

„...strukturelle Probleme und Konjunkturschwäche in China...“

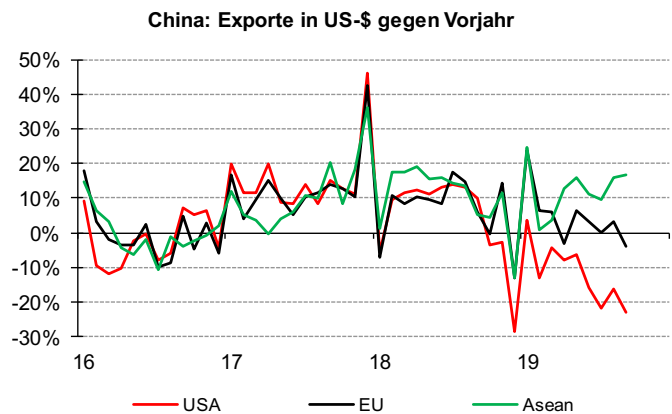
China: Handelsstreit mit den USA und Rückbau des Schattenbankensystems bremsen

Der Handelsstreit mit den USA und die Einführung von US-Zöllen führten dazu, dass die Exporte aus China in die USA im zweiten Halbjahr massiv einbrachen. Dies belastete auch die Investitionen und den privaten Verbrauch in China (siehe untenstehende Grafiken).

Hinzu kam, dass die Notenbank das Schattenbankensystem austrocknete, was vor allem zu einer verringerten Kreditvergabe an private Unternehmen führte. Die Zahlungsausfälle bei privaten Unternehmen stiegen deutlich an. Die Maßnahmen der Zentralbank und der Regierung, die Kreditvergabe und das Wirtschaftswachstum anzuregen, waren - anders als in den vorherigen konjunkturellen Schwächephasen - nicht groß genug, um eine Wachstumsbelebung zu erzeugen.



Quelle: Datastream



Quelle: Datastream

Ausblick 2020: Schwache Erholung der Weltwirtschaft - Sonderkonjunktur der USA läuft aus – Emerging Markets profitieren

Für das Jahr 2020 erwarten wir keine deutliche Belebung des Wachstums der Weltwirtschaft. Nur für einige Emerging Markets wie Brasilien, Indien oder Russland zeichnet sich eine Wachstumsbeschleunigung ab. Aktuell haben sich die meisten Vorlaufindikatoren für das verarbeitende Gewerbe etwas verbessert und deuten auf eine leichte Wachstumsbeschleunigung hin. Eine solche Entwicklung würde der Gefahr entgegenwirken, dass der Dienstleistungsbereich von einer eintretenden negativen Tendenz erfasst würde. Der Unterschied zwischen beiden Bereichen ist aktuell ungewöhnlich groß, dabei hatte das verarbeitende Gewerbe in der Vergangenheit einen Vorlauf. Wir gehen davon aus, dass die Rezession dort durch die Beendigung des Lagerzyklus langsam ausläuft und sich gleichzeitig das hohe Wachstum im Dienstleistungssektor sowie kapazitätsbedingt auch im Baugewerbe etwas abschwächt. Das Wachstum des Konsum- und Dienstleistungssektors wird getragen durch einen kaufkraftbedingten (hoher Beschäftigungsstand und Lohnzuwächse) Anstieg der Konsumausgaben.

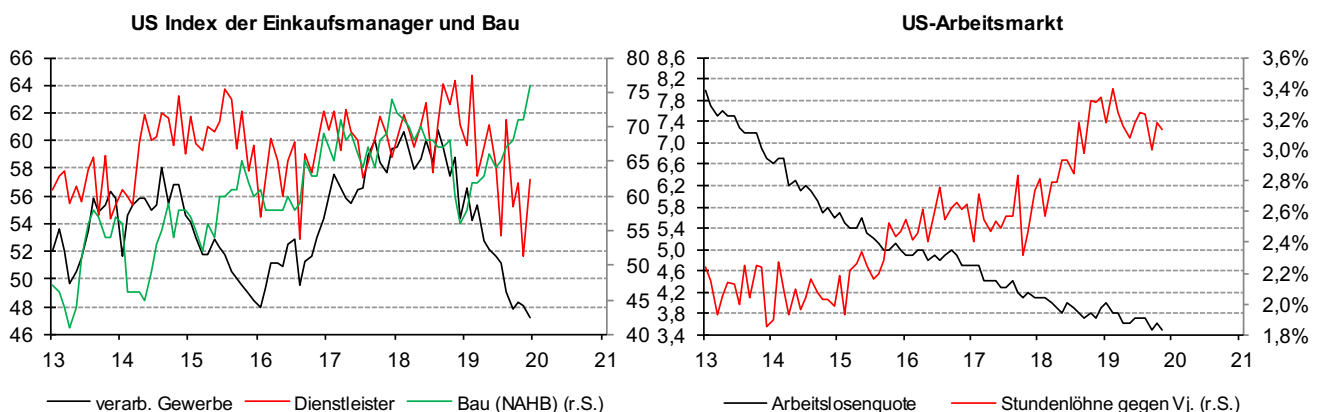
Hinzu kommt der Megatrend zur Digitalisierung der Wirtschaft. Daneben wird die Nachfrage im Baugewerbe vom Nullzinsniveau weiterhin erheblich begünstigt.

Es wird wichtig für das Wachstum der Weltwirtschaft sein, dass sich die politischen Beziehungen zwischen den USA und China normalisieren, eine wirtschaftliche Planbarkeit zurückkehrt und die aufgeschobenen Investitionen dann realisiert werden. Für Europa kommt es zudem auf einen handelsunterstützenden Brexit an.

„Handelsdeal stellt eine Erleichterung dar...“

Im Dezember 2019 haben die USA und China vereinbart, dass China die Importe aus den USA anheben wird. Seitens der USA werden die für Oktober und für Dezember ursprünglich geplanten Zollanhebungen ausgesetzt und auf ein Handelsvolumen von US-\$ 120 Mrd. die ursprünglichen Zölle von 15% halbiert. Auch nach Unterzeichnung des „Phase-1-Deals“ decken Trumps Strafzölle noch zwei Drittel aller China-Importe ab. China senkt im Gegenzug ebenfalls Zölle auf US-Exporte und hat für 2020 und 2021 zusätzliche Importe in Höhe von jeweils US-\$ 100 Mrd. angekündigt. Dieses zusätzliche Volumen würde die Importsomme um etwa 50% ggü. dem Volumen des Jahres 2017 erhöhen. Dies ist allerdings schwer erreichbar, sollten die Produktionsprobleme bei Boeing fortbestehen. Die zusätzlichen Importe aus den USA werden zum Teil zulasten anderer Länder wie Brasilien (Agrarprodukte), der EU, Korea oder Japan (Chemie, Technologie) gehen. Mit der Einigung auf einen weiterführenden Handelsvertrag 2.0 rechnen wir aufgrund der geopolitischen Differenzen nicht. Damit bleibt die Unsicherheit hoch, da sich ein Handelskrieg im Technologiebereich fortsetzt. Dies belastet weiterhin die weltweiten Investitionen. Auch mit Europa will Trump einen Handelsvertrag, was eine Verschärfung der Auseinandersetzungen zwischen den USA und der EU befürchten lässt. Aufgrund der anstehenden US-Wahlen ist dies für das erste Halbjahr ein Risiko.

„...löst aber nicht alle Probleme...“



Quelle: Datastream

Quelle: Datastream

Ausgestaltung des Brexits bleibt noch eine Weile unklar und als Investitionsbremse erhalten

Nach dem für Ende Januar vorgesehenen EU-Austritt beginnen die Verhandlungen eines Freihandelsabkommens mit der EU, die bis zum Ende des Jahres abgeschlossen sein sollen. Diese Übergangsperiode ist mit elf Monaten aber sehr kurz, um ein umfassendes Freihandelsabkommen zu

„...Brexit bleibt ein Thema...“

erarbeiten. Johnsons ablehnende Haltung gegenüber längeren Verhandlungen signalisiert eine Kompromisslosigkeit, die im weiteren Jahresverlauf für Verunsicherung sorgen wird. Wir halten einen harten Brexit zwar für unwahrscheinlich, da beide Seiten daran kein Interesse haben. Ein Ende der Unsicherheit und der daraus erfolgenden Investitionszurückhaltung erwarten wir für 2020 aber nicht.

„...moderateres Wachstum in den USA“

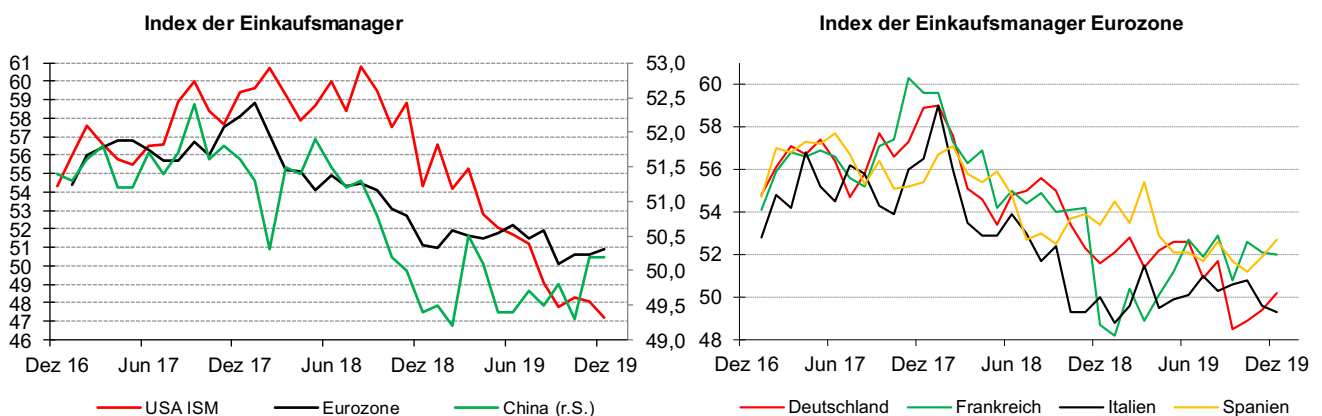
USA – Fortsetzung des Wachstums auf Potentialniveau

Wir rechnen für die USA mit einem Wachstum von rund 2%. Es sollte getragen werden von leicht steigenden Bauinvestitionen, einem wachsenden Konsum und von steigenden Nettoexporten. Die Investitionstätigkeit wächst indes nur leicht aufgrund der abnehmenden volkswirtschaftlichen Gewinnquote, der Unsicherheit über die Handlungssituation und der Politik nach den Wahlen. Der fiskalpolitische Impuls reduziert sich gegenüber 2019. Die Kerninflation sollte 2020 leicht steigen und um das Ziel von 2% schwanken. Die Notenbank wird die Leitzinsen auf dem aktuellen Niveau belassen.

„...leichte Erholung in Europa – Bau und Konsum treiben, Industrie stabilisiert“

Europa – leichte Erholung mit Risiken

Die Prognose für Europa ist aufgrund der Unsicherheit über die Ausgestaltung des Brexits und des weiter möglichen Handelskonflikts mit erkennbaren Unsicherheiten behaftet. Die meisten Frühindikatoren für Europa verbessern sich zwar aktuell, strukturelle Probleme bleiben aber (siehe Grafiken unten: Index der Einkaufsmanager). Nachdem die Automobilindustrie die Produktion deutlich unter die Nachfrage abgesenkt hat, dürfte der Lagerabbau im ersten Quartal ausgelaufen sein. Damit sollte es in der ganzen Wertschöpfungskette (Autohersteller, Chemie, Stahl, Technologie) zu einem leichten Anstieg der Produktion kommen. Der private Konsum wird aufgrund einer bestenfalls kleinen zu erwartender Verbesserung der Arbeitsmarktsituation etwas schwächer als in 2019 wachsen. Eine starke Wachstumsstütze stellen die Investitionen in die Digitalisierung sowie den Ausbau des 5G bezogenen Netzes dar. Insgesamt werden binnenwirtschaftlich orientierte Länder wie Frankreich und Spanien stärker wachsen als das exportabhängige Deutschland. Italien bleibt mit seinen Strukturproblemen der Nachzügler in Europa. Das Wachstum in Großbritannien wird auf dem Niveau von 2019 liegen. Die Inflationsrate bleibt niedrig und in der Eurozone 2020 weiter deutlich unterhalb des Ziels der EZB. Die EZB wird keine Umkehr ihrer expansiven Geldpolitik einleiten.



Quelle: Datastream

Quelle: Datastream

„...Staat schützt
auskömmliches
Wachstum in China...“

China – Keine Abkühlung dank Unterstützung durch Geld-, Fiskal- und Handelspolitik

Die Daten für China deuten aktuell auf eine leichte Verbesserung des Wachstums hin. Dabei wirken sich die schwächere Währung, aber auch die Steuer- und Abgabensenkungen und staatliche Infrastrukturinvestitionen positiv aus. Der Konsum wächst für chinesische Verhältnisse mit geringeren Zuwachsraten. Wir gehen davon aus, dass die Administration versucht, das Wachstum bei ca. 6% zu stabilisieren. Bei rund 1,3 freien Stellen je Arbeitssuchenden ist aber nicht damit zu rechnen, dass eine deutliche Forcierung des Wachstums angestrebt wird. Zudem ist die Kreditaufnahme des Staates und seiner Gebietskörperschaften schon jetzt auf einem sehr hohen Niveau angekommen, was den früher hohen Ausgabenspielraum mittlerweile deutlich beschränkt.

Risikogesteuerte Nutzung der Chancen brachte erhebliche Gewinne in 2019

Der Konjunkturerinbruch und die Marktentwicklung des 4. Quartals 2018 stellten als Folge der Kursrückgänge erhöhte Anforderungen an das Risikomanagement der Investmentportfolien in 2019. Unser Haus ist daher mit einer sehr vorsichtigen Positionierung sowie einer um etwa 30% deutlich reduzierten Aktienquote (gegenüber neutral) ins Jahr gestartet. Die Positionen in Gold und Staatsanleihen (Bundesanleihen sowie US-Treasuries) bildeten erhebliche Absicherungsbestandteile in den Portfolien.

Für einen potentiellen Wiederaufbau der Risikoquote hatten wir in der Investmentstrategie für 2019 klare Meilensteine definiert:

- Die US-Notenbank beendet Ihren restriktiven Kurs.
- Es zeichnen sich Handelsabkommen zwischen USA, China und EU ab.
- Die chinesische Regierung beschließt ein Konjunkturprogramm.
- Beilegung der politischen Krisenthemen (Italien, Frankreich Proteste, etc.).
- Ein „Hard Brexit“ wird vermieden.
- Die Konjunkturdaten verbessern sich durch Wegfall von Sondereffekten (Dieselkrise, Währungskrisen, Emerging Markets, Wetter, etc.) wieder.

„...deutlicher Zinsrückgang in den USA und Deutschland...“

Im Laufe des ersten Quartals 2019 erfüllten sich diese Parameter sukzessive. Maßgeblicher Startschuss für eine Trendwende war insbesondere die Ankündigung der US-Notenbank zu Anfang Januar, den Zinserhöhungszyklus auszusetzen. Diese Nachricht führte zu einem Aufatmen an den Kapitalmärkten und der Rückkehr der Marktteilnehmer in risikobehaftete Anlageklassen. Internationale Aktienmärkte und Unternehmensanleihen profitierten. Angelehnt an die oben genannten Meilensteine haben wir folglich eine daten- und fallbezogene Aufstockung der Aktienquote vorgenommen. 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 haben wir eine Erhöhung der Aktienquote durch Zukauf zyklischer, strukturell wachsender europäischer Einzeltitel sowie von chinesischen Aktien vorgenommen.

	Q 1	Q 2	Q 3	Q 4	2019
MSCI Welt in US-\$	11,9%	3,3%	0,1%	8,2%	25,2%
Aktien USA (S&P 500)	13,1%	3,8%	1,2%	8,5%	28,9%
Aktien Japan (TOPIX)	6,5%	-2,5%	2,4%	8,4%	15,2%
Aktien China (CSI 300)	28,6%	-1,2%	-0,3%	7,4%	36,1%
Aktien Europa (EURO STOXX 50)	11,7%	3,6%	2,8%	4,9%	24,8%
Aktien Deutschland (DAX)	9,2%	7,6%	0,2%	6,6%	25,5%
EMU Staatsanleihen (IBOXX)	2,0%	2,8%	3,3%	-3,5%	4,5%
Unternehmensanleihen BBB Europa (IBOXX)	3,2%	2,1%	1,0%	-0,7%	5,6%
High Yield Europa (Merril Lynch)	4,2%	1,3%	0,3%	1,0%	6,9%
US-Staatsanleihen 5-Jahre	1,1%	2,1%	1,4%	-0,8%	4,0%
Emerging Markets Bonds (JPM EMBI)	6,7%	4,3%	0,7%	2,2%	14,5%
Gold	1,1%	9,0%	4,4%	3,2%	18,7%
Ölpreis (Brent)	29,0%	-2,5%	-8,9%	8,9%	24,8%
US-\$	1,8%	-1,4%	4,3%	-3,0%	1,8%
Yen	1,1%	1,4%	4,0%	-3,4%	3,1%
UK £	4,2%	-3,7%	1,1%	4,4%	5,9%
Landert Active Equity	11,2%	5,7%	-0,7%	3,5%	20,8%
Landert Bond Opportunities	2,6%	1,7%	1,4%	-0,5%	5,3%
Landert Stiftungsfonds	4,5%	2,1%	1,1%	0,6%	8,5%
Salomon Strategy	7,2%	3,1%	1,1%	2,5%	14,4%

Quelle: Datastream

„...führte zu deutlicher Aktienübergewichtung.“

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 ein diversifiziertes, ausgewogeneres Portfolio konstruiert. Die hohe taktische Aktienpositionierung in den USA blieb unverändert ein wesentlicher Baustein der Landert-Investmentstrategie.

Die Positionen in Gold, Bundesanleihen und US-Treasuries wurden als „Versicherungen“ aber weiterhin gehalten. Daneben hatten wir eine Währungsdiversifizierung in US-Dollar und Norwegischer Krone u.a. wegen der anhaltenden europäischen Krisenthemen (Italien, Brexit) beibehalten. Mit der Tweet-Ankündigung von Donald Trump am 5. Mai 2019, kurzfristig höhere Zölle auf weitere Importgüter einzuführen sowie den darauf folgenden chinesischen Gegenmaßnahmen stieg die Wahrscheinlichkeit eines Scheiterns des Handelsdeals erneut deutlich an. Zudem begünstigte die damit einhergehende Verunsicherung den weltweiten Abschwung der Industriegüterkonjunktur. Darauf haben wir zeitnah reagiert, in dem wir unsere Portfolien, wo rechtlich möglich, über Put-Optionen (DAX) bzw. andere Derivate in Teilen absicherten. Die verschärften Sanktionen der USA gegenüber Huawei ließen das Risiko noch weiter ansteigen, so dass wir per Mitte Mai die Absicherung über eine weitere Put-Option (Euro Stoxx 50) verstärkten. Durch die eingesetzten Derivate lagen die Aktienquoten unserer Portfolien in einer wirtschaftlichen Betrachtung signifikant (etwa 30 %) 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 ermöglichte sie es uns, das Aufwärtspotential an den Aktienmärkten, das durch eine analytisch schwer vorherzusagende Lösung des Handelsstreits zwischen den USA und China freigesetzt würde, für die Portfolien unserer Mandanten zu erhalten.

Im Hinblick auf die potenziell negativen Auswirkungen auf die Weltkonjunktur haben wir zusätzlich zur Absicherung Aktienpositionen in

„...defensiver ab Sommer, Derivate zur Absicherung...“

zyklischen Werten sowie China und Japan reduziert bzw. vollständig verkauft.

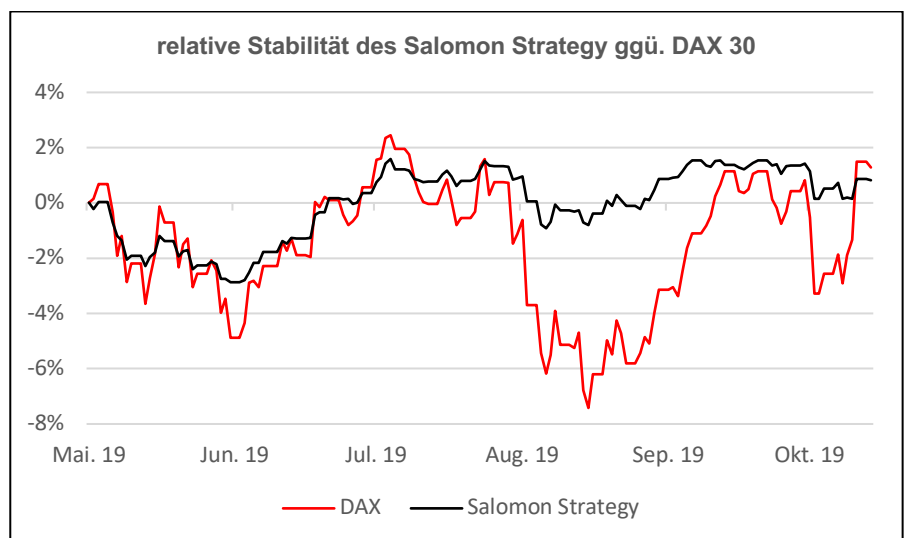
Im Gegenzug wurden defensive Aktien und vor allem Staatsanleihen aus USA, Deutschland, Österreich, Spanien und Portugal aufgebaut, die als asymmetrische Risikopuffer in Krisenzeit wirken. Gleichzeitig haben wir mit den einsetzenden US-Zinssenkungstendenzen und den Ankündigungen der EZB die Duration des Rentenbausteins durch Kauf langlaufender Anleihen (insbesondere Staatsanleihen) verlängert.

Im Verlauf des Sommers verschärfte sich der Handelskonflikt durch die Androhung und Einführung gegenseitiger neuer Zölle weiter; die Konjunkturdaten verschlechterten sich sukzessive. So mahnten weiter fallende Vorlaufindikatoren wie z.B. das Sieben-Jahrestief des Ifo-Index in Deutschland, das Drei-Jahrestief des ISM-Index in den USA, unverändert schwache Konjunkturdaten in China und eine sich vertiefende Inversion der US-Zinsstrukturkurve zur Vorsicht bei unserer Strategie.

Einen gegenläufigen Faktor stellten aber die Notenbanken dar. Die FED senkte im Juli die Zinsen und deutete weitere Senkungen an. Auch die EZB reduzierte die Zinsen auf ein Rekordtief.

In dieser schwierigen Situation war unsere Strategie insbesondere darauf ausgerichtet, die im Jahresverlauf bereits erzielte sehr positive Wertentwicklung für unsere Kunden zu sichern. Die Absicherung der Aktienposition wurde durch die Aufstockung von DAX-Put-Optionen weiter erhöht. Als Instrument hatten wir den DAX ausgewählt, da der Index durch seine hohe Gewichtung in zyklischen Branchen wie Auto und Chemie aus unserer Sicht besonders anfällig für Rückschläge war. Der Anteil an US-Staatsanleihen und liquiden Euro-Staatsanleihen mit längerer Laufzeit wurde weiter erhöht. Zusammen mit dem Goldanteil lag der Anteil an „Portfolioversicherungen“ im August bei rund einem Drittel.

Diese Strategie sorgte dafür, dass die Portfolios auch in der deutlichen Aktienmarktkonsolidierung im August, in dem der DAX teilweise mehr als 10 % vom Jahreshoch verlor, komplett stabil blieben (siehe Grafik).



Quelle: Datastream

„...Notenbanken stabilisierten die Märkte...“

„...Portfolioabsicherungen stabilisierten die Portfolios“

3. Aktienstrategie

Aktienstrategie: Fokus auf strukturelles Wachstum bei anhaltend schwacher Industriekonjunktur

Angesichts der schwachen Konjunkturdaten, restriktiver Notenpolitik und politischer Krisenthemen (Handelskonflikt, Brexit, Italien) sind wir mit einer deutlichen Untergewichtung in Aktien in das Jahr 2019 gestartet. Die US-Notenbank (FED) stellte aber bereits am 4. Januar 2019 mit der Aussetzung des Zinserhöhungszyklus die Weichen für ein erfolgreiches Jahr an den internationalen Aktienmärkten. Dennoch hielt das Kapitalmarktjahr einige Wendungen für die Anleger bereit. Ein hohes Maß an Disziplin und aktivem Management war nötig, um die politischen Börsen zu meistern.

Die Wendung zu einer expansiveren Notenbankpolitik und die Annäherung im Handelskonflikt zwischen den USA und China veranlassten uns zu einer sukzessiven Aufstockung der Aktienquoten.

Während wir US-Aktien taktisch über das ganze Jahr hinweg vergleichsweise hoch gewichtet hatten, wurden die genannten Veränderungen durch eine Investition in den chinesischen Aktienmarkt und den Kauf zyklischer, strukturell wachsender Unternehmen in Europa (Kering, Cap Gemini, Sulzer, Norma, Siemens, VW, Schneider) umgesetzt. Innerhalb der europäischen Aktien lag unser Fokus hauptsächlich auf defensiven Branchen mit strukturellem Gewinnwachstum wie Healthcare (Philips, Novartis, Fresenius Medical Care), Versicherungen (AXA, Allianz, Talanx), Versorger als Profiteure steigender Strompreise (z.B. Iberdrola, Uniper, Innogy, RWE) sowie Gewinnern einer strukturellen Veränderung durch Digitalisierung wie Technologie (SAP, CapGemini).

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

Mit der Verschärfung der Konflikte im Mai hatten wir das Aktienportfolio wieder defensiver ausgerichtet. Zur Sicherung der guten absoluten und relativen Wertentwicklung in den Kundenmandaten haben wir die Aktienquote durch den Verkauf zyklischer Titel wie BASF, KION und Schneider reduziert. Über den Kauf von Put-Optionen (DAX und Euro Stoxx 50) wurde eine deutliche Untergewichtung gegenüber der neutralen Quote herbeigeführt. Darüber hinaus haben wir unsere Position in den potentiellen Verlierern eines eskalierenden Handelskonflikts wie Japan verkauft und die bestehende China-Position halbiert, die Quote defensiver Favoriten wie Ahold, Nestlé und Novartis dagegen erhöht.

Im Verlauf des Sommers spitzte sich der Handelskonflikt durch die Androhung und Einführung gegenseitiger neuer Zölle dramatisch zu. Aufgrund einer zunehmenden Schwäche der Industriekonjunktur senkte die US-Notenbank per Ende Juli das erste Mal den Leitzins. Bis Ende Oktober sollten zwei weitere Zinsschritte folgen, trotz einer unverändert solide wachsenden US-Volkswirtschaft. Die internationalen Aktienmärkte

„...übergewichtet in den USA...“

„...Absicherung über Put-Optionen und Verkauf von Zyklikern im Sommer...“

„...Hoffnung auf Handelsdeal, Brexit-Vertrag und Konjunkturstabilisierung gab Startschuss für Rally an den Märkten...“

mussten deutliche Kursverluste hinnehmen. Die Mandate unserer Kunden konnten sich dieser Entwicklung jedoch durch die defensive Grundstruktur des europäischen Aktienblocks, die Untergewichtung der Aktienquoten und die Put-Absicherungen in Kombination mit den gegenläufigen „Versicherungspositionen“ in langlaufenden Staatsanleihen sowie Gold weitgehend entziehen.

Ab September begannen die internationalen Aktienmärkte vor dem Hintergrund der Wiederaufnahme der Handelsgespräche zwischen den USA und China, der Abzeichnung eines Soft-Brexits sowie deutlich expansiverer Notenbanken (FED, PBoC und EZB) wieder langsam zu steigen. Zudem setzte eine Sektorrotation aus defensiven Branchen wie Nahrung, Konsum und Healthcare in zyklische Sektoren wie Automobile, Industrie und Chemie ein. In dieser Phase begannen wir, sukzessive die Aktienquoten in den Kundenmandaten wieder auszubauen.

Besonders im 4. Quartal 2019 wurden zyklische Aktien in Europa stark nachgefragt. Wir haben in dieser Phase die Aktienquoten durch Käufe in VW, Siemens, Qiagen (als Corporate Event), einem aktiv gemanagten Chinafonds sowie einem ETF auf die globalen Emerging Markets ausgebaut. In mehreren Schritten wurde so eine deutliche Übergewichtung der Aktienquoten in den Portfolien herbeigeführt. Finanziert wurden diese Käufe durch die Reduzierung der defensiven Schwergewichte wie z.B. Nestlé, Novartis, Iberdrola, Uniper sowie Staatsanleihen und Gold. Die Put-Absicherung wurde zwischenzeitlich komplett aufgelöst.

Das Bild unserer Sektorfavoriten weist einen Fokus auf strukturell wachsende Sektoren und Corporate Events auf.

Wir verzichten unverändert weitestgehend auf strukturschwache Themen wie Banken, Telekom, Basisindustriezykliker wie Stahlwerte sowie TV.

Ausblick: Bei leicht anziehender Weltkonjunktur erwarten wir einen moderaten Gewinnanstieg von 5-8% und eine positive Performance in dieser Größenordnung

Wir starten mit einer im Vergleich zum 1. Halbjahr 2019 deutlich offensiveren Ausrichtung in das Jahr 2020 und erwarten eine im Jahresverlauf moderate Erholung der Weltkonjunktur.

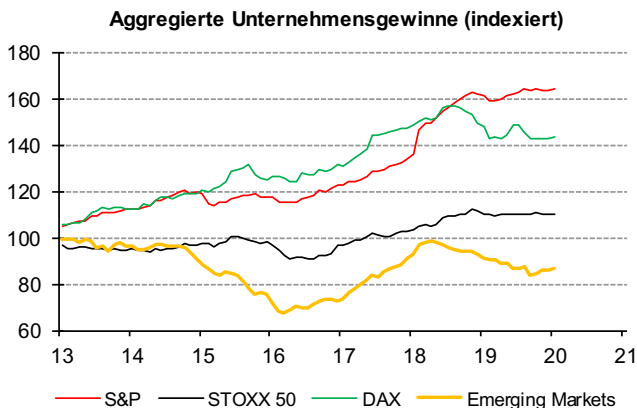
Eine weiter positive Auflösung des Handelskonflikts, des Brexits sowie konjunkturelle Impulse werden dazu führen, dass wir die Aktienquote durch den Erwerb konjunktursensitiver Werte kontinuierlich weiter anheben. Sollte bis zum Frühjahr 2020 aber keine markante Erholung der Industriekonjunktur zu verzeichnen sein, werden wir den regionalen (China und Emerging Markets) sowie den sektoralen zyklischen Anteil unseres Aktienportfolios (Industrie, Luxury Goods, Auto) wieder in Frage stellen.

Mit Blick auf den weiteren Jahresverlauf bleibt das Unsicherheitsmoment groß. Darauf gilt es, flexibel zu reagieren. Da ein Teil des zu erwartenden Konjunkturaufschwungs in 2020 bereits „verfrühstückt“ wurde und keine weitere Bewertungsexpansion (mehrjährige Höchststände der KGVs, Grafik nächste Seite) an den Aktienmärkten zu erwarten ist,

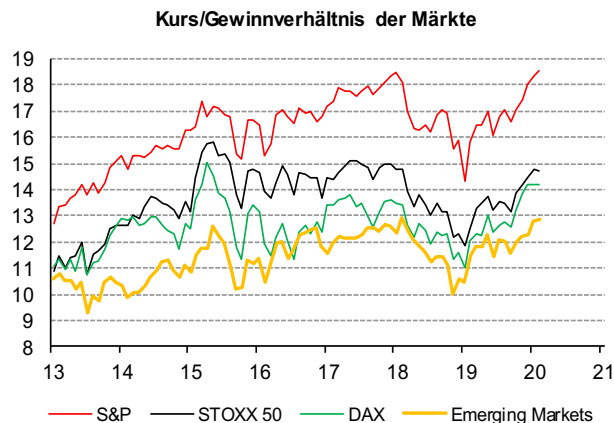
„...deutlich übergewichtet ins neue Jahr...“

„...nur moderate Kursgewinne von 5-8% zu erwarten...“

prognostizieren wir moderate Kursgewinne im Rahmen der Gewinnsteigerungen der Unternehmen von etwa 5-8% (Graphik links). Eine weitere, deutliche Bewertungsexpansion erwarten wir hingegen nicht mehr, da der Expansionsgrad der Notenbankpolitik nicht weiter erhöht wird und die politischen Risiken (US-Wahl, Nahost Konflikt, Handelskrieg, Brexit Verhandlungen) hoch bleiben.



Quelle: Datastream

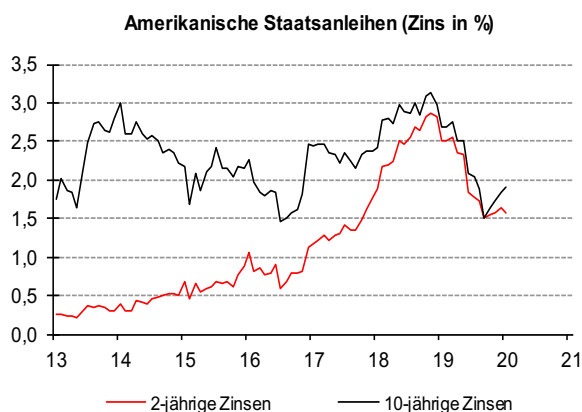


Quelle: Datastream

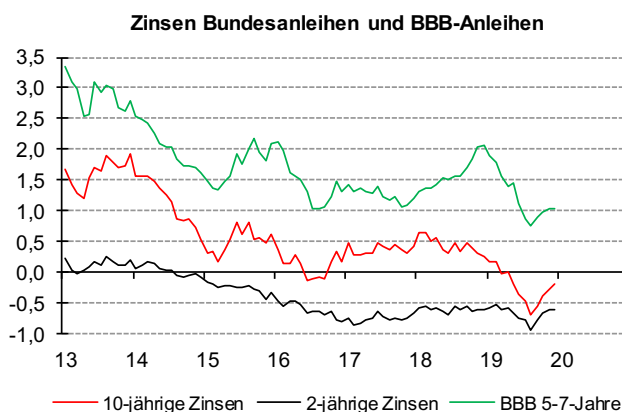
4. Rentenstrategie

Rentenmärkte mit herausragenden Returns in 2019 – globale expansive Geldpolitik führte die Geld- und Kapitalmarktzinsen in Europa auf historische Tiefststände

Zu den großen Überraschungen der Kapitalmärkte zählte im Jahr 2019 das extrem gute Abschneiden der globalen Anleihemärkte. Das starke Rentenjahr zeigte sich in allen Regionen und Ratingklassen. Die Ernte der Erträge wurde schon in den ersten acht Monaten des Jahres eingefahren. Investoren profitierten von der synchron positiven Entwicklung von Staats- und Unternehmensanleihen (siehe Graphiken nächste Seite). Die Gründe hierfür finden sich in den „lower for longer“-Zinserwartungen in Europa und Japan im Zuge der Abschwächung der Weltkonjunktur. Hinzu kam ein hohes Sicherheitsdenken in einem geopolitisch und wirtschaftlich schwierigen Umfeld und ein sehr expansives Verhalten der Notenbanken.



Quelle: Datastream



Quelle: Datastream

„...Unternehmen nutzen Niedrigzinspolitik zu Refinanzierungen...“

Diese durch die Notenbanken generierte Liquiditätsflut musste investiert werden. So verwundert es nicht, dass das Angebot von EUR-Unternehmensanleihen so hoch wie seit 2006 nicht mehr war. Viele Firmen versuchten, sich langfristig zu sehr niedrigen Zinsen zu refinanzieren. Dies löste ein hohes Emissionsvolumen aus.

Drei schnell aufeinander folgende Zinssenkungen der FED im Sommer drückten die 10-jährigen US-Renditen auf nur noch 1,5%. In diesem Sog und vor dem Hintergrund einer weiteren Zinssenkung der EZB sackten auch Bundesanleihen auf -0,7%.

Die EZB machte noch einmal einen Minizinsschritt von -0,1% nach unten, verkündete einen weiteren Ankauf von Anleihen (CSPP-Programm) und eine Entlastung der Banken bei den Einlagezinsen (Tapering). Dies beendete den Zinsrückgang an den Rentenmärkten. Die Renditen tendierten wieder nach oben und lagen am Jahresende bei -0,19%. Die Landert Portfolien konnten durch ihre Positionen in Staats- und Unternehmensanleihen – insbesondere nach der Verlängerung der Laufzeiten – von diesem Momentum profitieren. Taktisch wurden die Quoten schlechter Kreditschuldner im letzten Quartal des Jahres 2019 im Zuge der Normalisierung zurückgefahren.

Europäische Unternehmensanleihen mit guter Qualität (Investment Grade, nachfolgend mit IG bezeichnet) konnten im Jahresverlauf ihre Risikoprämien um 43 Basispunkte reduzieren (gemessen am ITRAXX Europe Index). Innerhalb dieses Segments prosperierten insbesondere hybride Anleihen, die Landert selektiv einsetzte. EUR-Unternehmensanleihen schlechterer Qualität (High Yield) bestätigten mit einer Reduzierung ihrer Risikoprämien um 145 Basispunkte einmal mehr die Wirkung der Kreditspirale.

In den Emerging Markets investierte Landert selektiv in Staatspapiere aus Mexiko, Indonesien und Kroatien und kaufte Unternehmensanleihen aus Tschechien und Russland.

Der sich eintrübende wirtschaftliche Rahmen veranlasste uns im Jahresverlauf dazu, die Kreditqualität in den Portfolien zu stärken. Reduziert wurden gut gelaufene Papiere und solche mit schlechterer Bonität. Die EZB-Maßnahmen nutzte Landert, um die durchschnittliche Restlaufzeit in den Portfolien mit guten IG-Adressen zu verlängern.

Ausblick 2020: Rentenmärkte nun mehrjährig nur mit geringen Renditeerwartungen – Zinstiefpunkt in Europa ist erreicht

2020 wird ein herausforderndes Jahr, um eine auskömmliche Wertentwicklung am Anleihemarkt zu erzielen. Erstmals starten wir das Jahr mit negativen Renditen bei 10-jährigen Bundesanleihen, gleichzeitig befinden sich die Risikoprämien von Unternehmensanleihen nahe den historischen Tiefständen.

Wir erwarten keine Abkehr der Notenbankpolitik der „Liquiditätsflut“, allerdings auch keine nochmalige signifikante Ausweitung. Insofern dürften die Kapitalmarktzinsen mehrjährig auf extrem niedrigem Niveau bleiben. Mit dieser Erwartung sehen wir 10-jährige US-Treasuries in einem Band zwischen 1,4% und 2,0%. 10-jährige Bundesanleihen erwarten wir im Bereich von -0,4% bis +0,2%.

„...Zinsen bleiben nun mehrjährig auf einem sehr niedrigen Niveau...“

„...hohe Anforderungen an das Kreditresearch...“

„...keine risikolose Zukunft für die Rentenmärkte...“

5. Rohstoffe

„...Gold fungiert als Risikoabsicherung und Liquiditätsspeicher...“

Die Risikoprämien bei Anleihen werden in Europa historisch niedrig bleiben, weil die Notenbanken die Märkte mit Liquidität fluten und wir eine leichte Konjunkturbelebung erwarten. Die konjunkturbedingte Spreizung der Spreads innerhalb der Ratingklassen wird weiter zunehmen, ebenso die regionale Differenzierung. Damit wird die Kreditanalyse bei Unternehmensanleihen in 2020 außerordentlich bedeutsam sein.

Tendenziell wird sich Landert auf Adressen aus Europa konzentrieren. Bei US-Firmen, die sich günstig im Euroland finanzieren wollen, bleiben wir vorsichtig. Der insgesamt hohe Verschuldungsgrad dortiger Unternehmen spricht für vermehrte Ausfälle und Ratingverschlechterungen im Vergleich zu Europa. Auch das hohe Angebot an Neuemissionen bringt zusätzlichen Druck in dieses Segment. Zu guter Letzt bleiben von der EZB akzeptierte Wertpapiere von deren Kaufprogramm unterstützt.

Wir richten bei Unternehmensanleihen den Fokus auf Nicht-Zykliker mit besseren Bonitäten in defensiven Branchen wie Versorger, Telekommunikation, Basiskonsum oder Papiere mit Staatsanteilen. Durch die konjunkturelle Erholung in Europa werden auch wieder Anleihen interessant, deren Firmen starke Tendenzen zur Ratingverbesserung zeigen. Diese Kandidaten finden wir im besten High-Yield-Bereich oder im unteren IG-Segment. Unser Hauptfokus wird sich auf Papiere im Laufzeitenbereich 3-7 Jahre richten. Auch im Zuge von Anleiherückkaufprogrammen mit anschließender Refinanzierung sehen wir Quellen für Zusatzgewinne im Nullzinsumfeld.

Wieder eskalierende US-Handelskonflikte mit der EU und China, die US-Politik (Impeachment, Wahlen) und politische Stürfeuer (harte Brexit-Handelsvertragsgespräche, Italien, Naher Osten) werden uns weiter begleiten. Dies würde eine Reduzierung der Unternehmensanleihen bei gleichzeitiger Aufstockung von US-Treasuries und Bundesanleihen für die Portfolios mit sich bringen. Aktuell hingegen sind wir in Unternehmensanleihen stark übergewichtet.

Gold als Risikoabsicherung und Liquiditätssersatz mit hohen Kursgewinnen

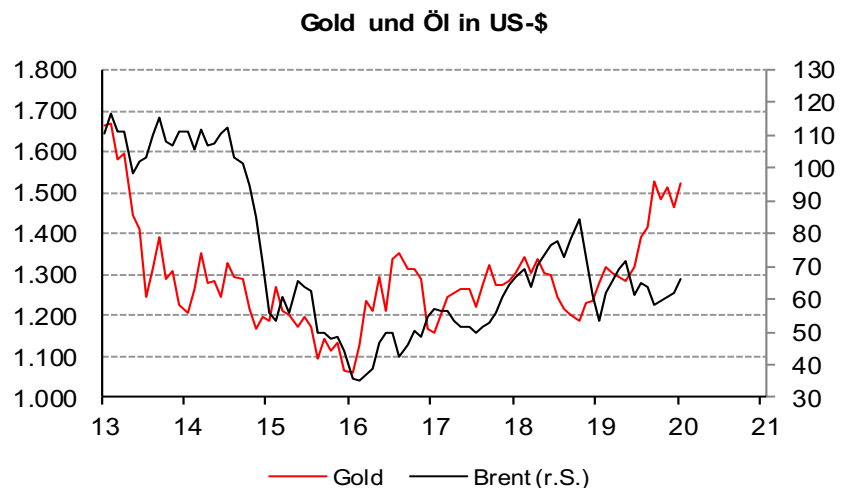
Das Anlagejahr 2019 war auch ein Jahr des Goldes. Nach dem verhaltenen Jahresstart zog der Kurs ab Juni mit der Klarheit über den expansiven Kurs der globalen Notenbanken von ca. 1.300 USD sprunghaft an und erreichte Ende Juni ein Niveau von über 1.400 USD. Es zeigte sich erneut, dass Anleger in einer Phase politischer Unsicherheit Gold favorisieren. Die Erwartungshaltung über die kommende Zinssenkungen durch führende Notenbanken wie FED, BoC und EZB unterstützte zudem den Anstieg des Goldpreises. Gold erweist sich aufgrund der Negativzinsen in vielen Ländern zunehmend als eine billige Form der Wertaufbewahrung.

Als die amerikanische Notenbank im Sommer schließlich begann, die Zinsen zu senken, wirkte dies wie ein erneuter Katalysator für den Goldpreis. Er zog bis auf 1.557 USD im September an. Dies war der höchste Stand seit April 2013. Zu diesem Zeitpunkt stand auf Jahressicht bereits ein Plus von über 20% in USD zu Buche. In den folgenden Monaten gab der Goldpreis wieder nach, was der positiveren Nachrichtenlage zu den Themen Handelsstreit und Brexit geschuldet war. Zeitgleich zeigten

„...Goldnachfrage bleibt auch in 2020 hoch...“

sich erste Anzeichen einer Stabilisierung der globalen konjunkturellen Vorlaufindikatoren.

Das anhaltend negative Zinsniveau in vielen Ländern sowie die Nachfrage einiger Notenbanken (u.a. China und Russland) nach physischem Gold dürfte die Goldnotierung auch in 2020 positiv beeinflussen. Daneben wirkt das Edelmetall immer wieder auch als Risikoindikator in Krisenzeiten, wie die aktuelle Eskalation im Iran verdeutlicht. Daher erwarten wir trotz sich sukzessive verbessernder Konjunkturdaten eine Seitwärtsbewegung des Goldes in der Range von 1460 bis 1580 US-Dollar. Aufgrund seines Risikoabsicherungscharakters bleibt es eine interessante Portfoliobeimischung.



Quelle: Datastream

„...Überangebot im Ölmarkt...“

Ähnlich wie Gold reagierte auch der Ölpreis sehr stark auf das negative Überschießen im 4. Quartal 2018, die Nachrichtenlage des Handelsstreites und die globalen industriellen Konjunkturindikatoren. Konnten die Ölsorten WTI und Brent im ersten Quartal 2019 noch ca. 40% zulegen, gerieten die Kurse mit zunehmend negativer Berichterstattung über den Handelskonflikt sowie dem damit einhergehenden Einbruch der Industriekonjunktur unter Druck. Die Notierungen der Sorte Brent pendelten ab dem Sommer zwischen 56 und 66 USD, ungeachtet der Tatsache, dass durch einen terroristischen Akt vorübergehend etwa die Hälfte der Produktion in Saudi-Arabien zerstört worden war. Mitte des Jahres 2019 beschloss die OPEC, die Förderung zu drosseln, um das trotz der Iran-Sanktionen bestehende Überangebot auf dem Markt zu reduzieren. Eine weitere Produktionskürzung um 500.000 Barrel pro Tag wurde durch die OPEC am 6. Dezember 2019 vereinbart. Auf Jahressicht steht für die Ölnotierungen aber noch immer ein Anstieg von ca. 34 % (WTI) und ca. 23 % (Brent) zu Buche.

„...Range von 58-69 USD/barrel...“

Im Zuge der Erwartung einer leichten Erholung der Weltkonjunktur im Laufe des Jahres 2020 zeichnet sich eine Nachfragestütze für den Ölpreis ab. Das Erholungspotenzial dürfte allerdings sehr beschränkt sein, da noch immer ein Überangebot besteht. Eine militärische Eskalation im Iran könnte kurzfristig den Ölpreis nach oben drücken. Wir erwarten den Ölpreis (Brent) in einer Seitwärtsrange von 58 bis 69 Euro, da wir von einer Beruhigung im Nahen Osten ausgehen.

6. Währungen

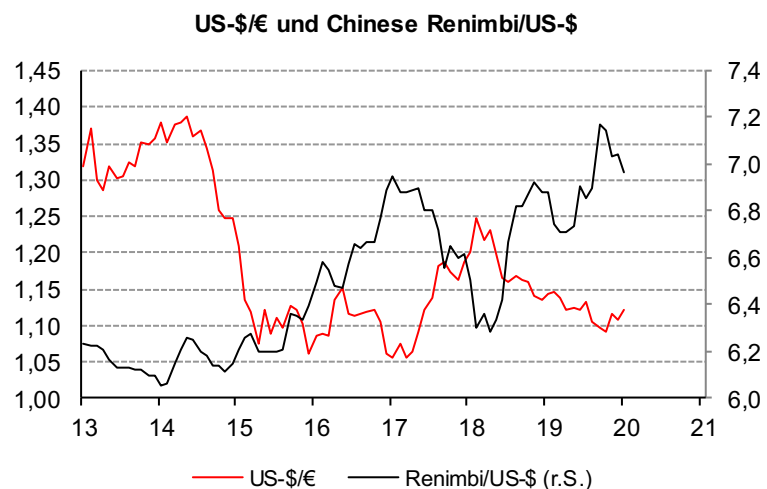
„...geringe Schwankungen des US Dollar...“

„...Negativzins und Politik begünstigen Yen und Franken...“

Expansive Notenbanken erzeugen geringe Volatilität; Britisches Pfund als Brexit-Gewinner

Der US-Dollar konnte in 2019 gegenüber dem Euro von seinem positiven Konjunktur- und Zinsdifferenzial sowie einer höheren politischen Stabilität profitieren. Die an der Kaufkraftparität gemessene hohe Bewertung wurde sogar noch weiter ausgebaut. Der Euro litt im ganzen Jahr u.a. auch unter den politischen Disruptionen der Brexit Diskussionen.

Während sich im Währungspaar USD/EUR das Jahr 2019 mit einer Schwankungsbreite von 5% zwischen Höchstkurs (1,09) im Herbst und Tiefstkurs (1,155) zu Jahresanfang historisch ruhig zeigte, konnten der Schweizer Franken und der Japanische Yen von ihrer Wahrnehmung als risikoarme Fluchtwährung profitieren. Vor allem der Schweizer Franken setzte seine Aufwärtsbewegung bis Jahresende fort und notiert nun so hoch wie zuletzt im April 2017. Die Rohstoffwährungen Norwegische Krone und Australischer Dollar zeigten ebenfalls Schwankungen im Jahr 2019 von unter 5%. Anstiege wurden durch positivere Aussichten für die Weltkonjunktur im Frühjahr und Spätherbst/Winter ausgelöst, während Verschärfungen im Handelskonflikt die Kurse fallen ließen. Eine vergleichbare Entwicklung zeigte der Chinesische Yuan gegenüber dem Euro (Graphik nächste Seite).



Quelle: Datastream

„...moderate Abwertung des US-Dollar in 2020...“

Im Jahr 2020 erwarten wir eine moderate Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Ein geringerer Konjunktur- und Zinsvorteil sowie die anstehenden Unsicherheiten im Vorfeld der Wahlen in den USA sprechen für eine moderate Abwertung. Dem Kursniveau bei 1,15 - 1,16 USD/EUR kommt aus technischer Sicht eine hohe Bedeutung zu.

Erst mit Überwinden dieses seit Herbst 2018 bestehenden Widerstands kann mit einer beschleunigten Aufwertung des Euro (Ziel 1,24 USD/EUR) gerechnet werden.

Schweizer Franken und Japanischer Yen dürften sich seitwärts mit negativer Tendenz zum Euro entwickeln.

7. Zusammenfassung

Wir erwarten, dass auch in 2020 moderat positive Anlageerträge zu erarbeiten sind. Diese dürften im Wesentlichen von den Aktienmärkten getragen werden. Für diese prognostizieren wir positive Returns im Bereich von 5-8% im Jahresverlauf. Eine vom Auslaufen des Lagerzyklus geprägte leichte Erholung der Konjunktur, ein nachhaltig positives Liquiditätsumfeld und geringere Verunsicherungen im Zuge des USA - China Handelsvertrages sollten sich positiv auswirken.

Regional betrachtet sehen wir in den Emerging Markets sowie in Europa das relativ größere Potential gegenüber den USA.

An den Rentenmärkten hingegen sehen wir im Zuge des mehrjährig zu erwartenden Nullzinsumfeldes trotz aktiven Managements nur Renditen von 1-2 %. Aus Diversifizierungsgründen halten wir in den Portfolios ein US-Dollarexposure sowie eine Goldpositionierung aufrecht, obwohl wir im Jahresverlauf u.a. infolge zunehmender Wahlunsicherheiten eine leichte Abwertung des US-Dollarkurses erwarten.

Der Ölpreis dürfte seitwärts tendieren.

Die Risiken unser Prognosen liegen im Wesentlichen wieder in absehbaren politischen Unsicherheiten wie dem Konflikt im Nahen Osten, möglichen US Handelssanktionen für Europa, den China - Hongkong - Taiwan Spannungen, schwierigen Brexit Gesprächen und den Wahlen in den USA.

Diese Aspekte dürften immer wieder für Volatilität sorgen, die es aktiv zu managen gilt.

Anlagestrategie im Sinne des Mandanten umgesetzt

Die im Berichtszeitraum für Sie getroffenen Anlageentscheidungen entsprechen aus den nachfolgenden Gründen Ihren Anlagezielen, Ihrer Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit sowie Ihren sonstigen Präferenzen:

1. Ihre Anlageziele mit dem von Ihnen genannten Anlagezweck, dem vorgegebenen Anlagehorizont sowie Ihre Risikobereitschaft einschließlich etwaiger im Verlaufe des Berichtszeitraums sich ergebende Änderungen haben wir im Erhebungsbogen „Kundenangaben“ erfasst.
2. Die vereinbarte Anlagestrategie war im Berichtszeitraum geeignet, im Rahmen der laufenden Verwaltung des Depots Ihren individuellen Verhältnissen hinreichend Rechnung zu tragen.
3. Die im Berichtszeitraum für Sie getroffenen Anlageentscheidungen haben die Grenzen der vereinbarten Anlagestrategie eingehalten, so dass Ihre individuellen Anforderungen stets erfüllt waren.
4. Unabhängig von den Vorgaben der vereinbarten Anlagestrategie haben wir bei den einzelnen Anlageentscheidungen auch darauf geachtet, dass das Gesamtportfolio in seiner jeweiligen Zusammensetzung den individuellen Vorgaben entspricht. Die vorgenommenen Anlageentscheidungen waren ausschließlich darauf gerichtet, die Zusammensetzung des Gesamtportfolios im Hinblick auf Ihr Anlageziele, Ihre Risikobereitschaft und Ihre Risikotragfähigkeit zu optimieren; insbesondere haben wir dem Gebot der hinreichenden Diversifikation hinreichend Rechnung getragen und die Anlagerisiken standen jederzeit in einem angemessenen Verhältnis zu den angestrebten Renditechancen.

Landert Family Office Deutschland AG
www.landert.de

St.-Apern-Straße 20
50667 Köln
Tel.: +49 221 99 57 307 700
koeln@landert.de

Feuerseeplatz 14
70176 Stuttgart
Tel.: +49 711 252 779 00
stuttgart@landert.de