



„Nach dem Tweet ist vor dem Tweet“

Einfluss der Politik

Raus aus Aktien, rein in Anleihen

Zunahme der Volatilität

Im August standen Stimmungen deutlicher im Mittelpunkt als Daten. Das Gros der Anleger nahm das zum Anlass, die Aktienbestände weiter zu reduzieren und in Anleihen umzuschichten (abzulesen an den Mittelflächen in Aktienfonds und Rentenfonds). Diese Emotionalität fand den sichtbarsten Ausdruck in den sprunghaften „Tweets“ des US-Präsidenten, der sich in den letzten vier Wochen zu einigen Mitteilungen genötigt sah.

Übergeordnet steht das Jahr im Fokus des Handelskonflikts zwischen den USA und China. Diese sind elementar und müssen doch differenziert betrachtet werden. Auf der einen Seite befinden wir uns im Spätzyklus des Konjunkturaufschwungs. Die Frage, die sich viele stellen, ist, ob es lediglich zu einer Konsolidierung kommt oder doch in einer ausgeprägteren Rezession mündet. Gerade die US-Verbraucher bestimmen mit ihrem Konsumverhalten maßgeblich die Weltwirtschaft. Daher sehnen sich viele Marktteilnehmer nach einer kurzfristigen Übereinkunft der Handelsstreitigkeiten, da weitere Zölle Produkte zwangsläufig verteuern werden, was den Konsum beeinträchtigen würde. Zum anderen muss man sich gewiss sein, dass die derzeitigen Differenzen nur ein Teilaspekt des zentralen Konflikts der kommenden Jahrzehnte sind. Hier geht es um vielfältige Machtinteressen, die sich in technologischen Standards, aber auch in Fragen der politischen Ausrichtung oder militärischen Dominanz definieren. Dabei geht es auch um Strahlkraft auf andere Regionen. Dementsprechend werden sich die beiden Supermächte noch für längere Zeit wechselhaft zwischen Konflikten und Vereinbarungen bewegen.

Ein wesentliches Druckmittel des US-Präsidenten ist und bleibt dabei die Ausgestaltung seiner Zollpolitik. Mit dieser Unsicherheit geriet Chinas Währung zuletzt ins Rutschen und fiel erstmals seit 2008 unter die symbolträchtige Marke von sieben Yuan je US-Dollar. Anders als zuvor ließ jedoch die chinesische Zentralbank dies geschehen und konnte mit dieser Abwertung Teile der zollbedingten Verteuerung von chinesischen Waren kompensieren. US-Präsident Trump sah darin wiederum den „ulti-

mativen Beweis“, dass China ein „Währungsmanipulator“ sei und reagierte wiederum mit neuen Drohungen. Dieser Kontext dient vorrangig als Erklärung, dass viele Rentenmärkte im August ihre verzerrte Welt zuletzt weiter ausbauen: Kreditnehmer bekommen Geld dafür, dass sie sich verschulden und Anleger zahlen Geld dafür, dass sie anlegen dürfen.

Die Renditen gingen sukzessive weiter runter, beispielsweise lag die 30-jährige US-Rendite erstmalig unter der Marke von 2% p.a. (und das vor dem Hintergrund einer Staatsverschuldung von über 22 Bill. USD). Mittlerweile prüfen die USA nach Angaben des Finanzministers die Auflage einer 100-jährigen Anleihe. Die 2017 aufgelegte 100-jährige Anleihe von Österreich gehört beispielsweise zu den Gewinnern des Jahres 2019. Kurse von über 200 und eine Duration von 60 sind sowohl Ausdruck eines Anlagenotstandes als auch der Annahme einer massiven Eintrübung der Konjunktur (und dann folgenden Zinssenkungen bis in den Negativbereich).

An den wesentlichen Aktienmärkten gingen im August die Kurse wiederum erst einmal deutlich in Deckung, ehe sie im Zusammenhang mit versöhnlicheren Tönen aus den USA & China den Versuch einer konstruktiven Bodenbildung unternahmen, die mit dem Überwinden der 200-Tage-Linie (z.B. Dax, Euro Stoxx50) sichtbaren Ausdruck fand. Die Politik spielt somit in dieser schnelllebigen Welt weiter sowohl die Rolle des Engels (mögliche Konjunkturprogramme) als auch des Teufels (zunehmender Protektionismus). Gleichzeitig fehlen dem politischen Europa und auch insbesondere Deutschland ein stimulierendes Narrativ. Wenn man den Worten Ludwig Erhards glauben darf, besteht Wirtschaft zu 50% aus Psychologie. So gesehen, waren die letzten Wochen exemplarisch, wie man es nicht machen sollte.

Von vielen Seiten gab und gibt es die deutliche Aufforderung an Deutschland, mehr Reformen, mehr Wandel oder mehr Stimulus zu wagen. Allerdings reicht Geld als alleinige Botschaft nicht aus, um ein konstruktives Investitionsklima zu erzeugen. Der Abbau des Solidaritätszuschlages hätte ein starkes Signal sein können. Die Steuereinnahmen für Deutschland entwickeln sich weiter erfreulich (Überschuss von 45 Milliarden Euro in den ersten sechs Monaten), wovon der Staat etwas zurückgibt, da dieser mit seinen Investitionsvorhaben schon jetzt an Grenzen stößt. So hätte eine starke Botschaft lauten können. Was bleibt aber von diesem Vorhaben als Signal beim Empfänger hängen? Die Steuererleichterung kommt erst 2021. Die eine Hälfte der Regierung setzte sich mit ihrem Wunsch durch, dass Spitzenverdiener, wozu auch Unternehmer gehören, davon ausgenommen werden. Die andere Hälfte der Regierung verstrickt sich in



HANSEN & HEINRICH AKTIENGESELLSCHAFT

Portfolio Management

September 2019

Diskussionen, warum man sich nicht durchsetzen konnte und Bedenken, ob das Ganze vor Gericht Bestand haben wird. Damit schafft man keine Investitionszuversicht bei Konsumenten oder Investoren. Dieses Vorgehen scheint mehr Ausdruck von Wahlkampf als Wirtschaftspolitik zu sein.

Italien hat sich dagegen vorerst als möglicher Brandherd erledigt. Es gibt keine Neuwahlen und Lega-Chef Matteo Salvini geht fürs Erste in die Opposition. Neuwahlen wären für die Kapitalmärkte die schlechtere Option gewesen, da wochenlang Lähmung und Wahlkampf dominiert hätten. Populistische Forderungen sollten somit leisere Töne annehmen.

China benötigt dagegen kurzfristig allgemeines „mediales Desinteresse“, um die Hongkonger Protestbewegung zu eliminieren. Das gestaltet sich schwieriger als gedacht. Zum einen drängen die Feierlichkeiten am 1.10. (70 Jahre Mao-Revolution), die man mit viel Brimborium als Machtdemonstration begehen wird. Zum anderen ist es offensichtlich, dass eine „1989er-Lösung“ im Zeitalter der sozialen Netzwerke anderen Widerhall finden würde. Womöglich nimmt man diesen „Kollateralschaden“ aber bewusst in Kauf, um auch an die USA in Bezug auf die Handelsstreitigkeiten ein Zeichen der Stärke zu senden. Offensichtlich bleibt, dass das dem Westen 1997 versprochene Prinzip „Ein Land, zwei Systeme“ keinen Bestand haben wird.

Den zentralen Ton geben neben dem US-Präsidenten weiterhin die Notenbanken an. Das abschreckende Gespenst der Deflation soll umfangreich vermieden werden. Klassische Lohn-Preis-Spiralen, wie in den 70er Jahren, werden vor dem Hintergrund einer fortlaufenden Überalterung der Gesellschaft, aber auch durch den Wandel unserer Arbeitswelt durch Digitalisierung und Robotisierung weniger wahrscheinlich. Daher werden weitere umfangreiche Maßnahmenpakete kommen. Die Büchse der Pandora ist und bleibt geöffnet. Die Notenbanken werden sich allerdings an den eigenen Worten (und der geschürten Erwartungshaltung) im September messen lassen müssen.

Die EZB führt allerdings auch einen einsamen Kampf gegen Windmühlen, da gerade in Europa die Politik nicht mitzieht und ohne diese auch eine unorthodoxe Geldpolitik wirkungslos wird. Zuletzt legte noch einmal der norwegische Staatsfonds massiv seine Finger in die europäische Wunde. Europa stehe für „Wachstumsverlangsamung, Innovationsschwäche und politische Ambitionslosigkeit“.

Im letzten Portfoliomanagementbericht hatten wir geschrieben, dass im August schwächere Kurse nicht auszuschließen seien und wir aber dennoch an Aktien festhalten würden. Das haben wir trotz aller Widrigkeiten (der DAX verlor z.B. 1.000 Punkte in zwei Wochen) getan. Wir bleiben (antizyklisch zur allgemeinen Stimmung) weiterhin zuversichtlich, dass es, vorbehaltlich einer totalen Eskalation der chinesisch-amerikanischen Handels-

gespräche, zu keiner ausgeprägten Rezession kommt. Diesbezüglich stimmen uns die Einkaufsmanagerindizes positiv, die im August besser ausfielen als erwartet und den deutlichen Einbruch aus dem Juli relativierten. Für die Gesamtwirtschaft liegen die Werte noch über 50 und stehen für Wachstum. Uns sind die deutlich schwächeren Werte im Bereich der Industrie bewusst, sehen aber auch, dass gerade in den Aktienkursen der Maschinenbauer, Autos oder Chemie entsprechend schon einiges vorweggenommen wurde.

Die Inversion der Zinsstrukturen in den USA geht indes auch weiter (fünf der sechs wichtigsten Renditeverhältnisse) und unlängst notierte auch die Rendite der 2-jährigen unter den 10-jährigen. Wir wissen um den Zusammenhang, dass jeder Rezession in den letzten 50 Jahre eine Inversion voranging. Allerdings sagt diese nichts über die Intensität und die Dauer einer Wirtschaftseintrübung aus. Zugleich vergingen im Durchschnitt noch 17 Monate bis aus der Inversion eine Rezession wurde. Das Zeitfenster ist aktuell natürlich spannend. Der Markt erwartet also mehr oder weniger Ende 2020 eine Rezession. Ende nächsten Jahres steht wiederum die Wahl des US-Präsidenten an. Der amtierende wird vieles tun, um genau das zu verhindern. Das sollte man, auch vor dem Hintergrund der Entwicklung der Gespräche mit China, nicht aus den Augen verlieren.

Kritischer als der Aktienmarkt bleibt der Rentenmarkt. Kann es gelingen, Druck aus dem Kessel der hohen Kurse zu nehmen, ohne dass es zu einem Knall kommt? Das wird ein zentrales Thema der zweiten Jahreshälfte werden. Denn das lehrt auch die Vergangenheit: Verluste im Anleihebereich werden mit Gewinnen aus dem Aktienmarkt kompensiert. Derzeit treibt jedoch die Liquidität und noch viel mehr die Aussicht auf noch viel mehr Liquidität.

Put-Optionen als Ergänzung der bestehenden Long-Positionen waren das Gebot der letzten Wochen im [Hansen & Heinrich Universal](#). Zur Nutzung der temporär erhöhten Volatilität (in den ersten zwei Augustwochen hat sich der V-Dax von 14 auf 27 fast verdoppelt) haben wir im Juli auf folgende Titel Optionen geschrieben: Allianz, ASML, Linde, L'Oréal, RWE, Schneider Electric und Vinci. Nachgekauft haben wir dagegen Aktien von Essilor, Royal Dutch, Total und Veolia. Getrennt haben wir uns von Repsol und Telefónica.

ASML, Entwickler zur Herstellung von Halbleitern, überzeugt weiterhin mit Ausrichtung und Zahlen. Eine Aktie, die in einer möglichen Marktschwäche weiter aufgestockt werden wird. Das Unternehmen ist einer der weltweit größten Ausrüster und beliefert fast alle namhaften Chiphersteller. Die hohe Innovationskraft von ASML zeigt sich in hohen Auftragseingängen. Essilor, entstanden aus der Fusion des französischen Linsenherstellers Essilor und des italienischen Brillenproduzenten Luxottica,



HANSEN & HEINRICH AKTIENGESELLSCHAFT

Portfolio Management

September 2019

profitiert immer deutlicher vom Zusammenschluss. Die gute Marktstellung lässt weiter hohe Margen erwarten. Unstimmigkeiten unter den Aktionären sorgten zwar immer wieder für Irritationen, mögliche Kursrückgänge werden in diesem Zusammenhang dann aber ebenfalls für Aufstockungen von uns genutzt.

Unsere Favoriten im Ölsektor sind momentan Royal Dutch und Total, so dass wir diese zu Lasten Repsols aufgestockt haben. Telefónica schwächelt auffallend im Telekommunikationsbereich. Die inhaltliche Ausrichtung beinhaltet zudem eine starke Ausrichtung in Südamerika. Die jüngsten Entwicklungen in Argentinien (Sieg der Opposition Fernandez/Kirchner in den Vorwahlen) lassen diesbezüglich vorerst Unsicherheit unter den Investoren erwarten. Der Fokus wird auf europäische Aktien gelegt, die eine starke Stellung in der jeweiligen Branche haben oder global aufgestellt sind. Reine Europa-Player werden nicht aufgenommen oder weiter abgebaut.

Neben Dividenden bleiben die Stillhaltererträge ein wesentliches Element als Ertragsquelle. Diese regelmäßigen Zuflüsse sollen die Wertentwicklung des Fondspreises stabilisieren und regelmäßig an die Anteilhaber ausgeschüttet werden.

Der **Strategie H&H** konnte mit seinem defensiven Ansatz im August die allgemeinen Marktturbulenzen sogar mit einer schwarzen Null abschließen. Unsere breite Streuung im Depot machte sich diesbezüglich bezahlt. Dabei konnten vor allem die festverzinslichen Anleihen profitieren, aber auch unsere Edelmetallkomponenten (Gold verteuerte sich z.B. im August um knapp acht Prozent) lieferten wertvolle Vermögenszuwächse. Auch unsere US-Dollarinvestitionen lieferten messbare Renditebeiträge, da die US-Währung in den letzten vier Wochen mit zu den stärksten gehörte. Insbesondere machte sich unser aktiver Investmentansatz („Rebalance der Struktur“) positiv bemerkbar. Dazu gehörte es, in die kurzfristig deutliche Marktschwäche Absicherungen signifikanter aufzulösen. Zudem wurden defensive Aktien, die sich auch in dieser Marktphase stabil behaupteten, gewinnbringend verkauft. Als Beispiele nennen wir Coca-Cola, Ecolab, Microsoft oder Vodafone. Dafür wurden Aktien im Gegenzug aufgenommen, die unserer Analyse nach zu deutlich

abverkauft wurden. Beispiele nennen wir mit Mastercard oder Safran. Der französische Flugzeugmotorenhersteller Safran profitiert vom deutlich steigenden Flugverkehr. Das Unternehmen gilt als sehr innovationsstark und ist führend bei der Umsetzung CO₂ reduzierter Produkte. Dieser Wettbewerbsvorsprung sollte das Unternehmen schützen. Mastercard ist neben Visa eine der beiden großen internationalen Gesellschaften für Zahlungskarten. Der Trend zu bargeldlosem Zahlen wird sich zusehends noch weiter verstärken. Dies und die starke Marktstellung des Unternehmens in der Branche lässt weiteres Wachstum vermuten.

Unser **H&H Stiftungsfonds** konnte im August ebenfalls sein Fondspreisniveau verteidigen. Ursächlich war dabei unser großes Spektrum an unterschiedlichen Anleihen. Mittlerweile sind teilweise sogar Restrenditen nicht mehr positiv, so dass wir kurzfristig aufgelaufene Kursgewinne realisierten, z.B. bei Anleihen der Bayerischen Landesbank, der Dt. Apotheker- und Ärztebank und der National Bank of Canada. Die Schwäche in der Norwegischen Krone zum Euro haben wir genutzt, um unser Engagement in dieser Währung durch den Kauf einer Anleihe der Europäischen Investitionsbank zu erhöhen. Die Währung ist zuletzt unter Druck gekommen, was unseren Anlegern nunmehr doppelte Chancen bietet - zum einen den Zinsertrag und zum anderen die Aussicht auf ein Wiedererstarren der Währung.

Ein Phänomen dieser Wochen ist, dass Volatilität sprunghaft an die Märkte zurückkehrt. In solchen Momenten gilt es, per Optionen kurzfristig Stillhaltererträge zu generieren. So wurde das von uns im August in die Marktschwäche hinein realisiert, so wie es auch im September von uns im Kontext der Notenbanksitzungen umgesetzt werden wird.

Der Fondsmanager des H&H Stiftungsfonds Andreas Heinrich wird am 11.09.2019 um 10 Uhr in Form eines kostenlosen Webinars seine erfolgreiche Arbeit vorstellen. Sie sind dazu gerne eingeladen. Unter folgendem Link können sie sich anmelden.

<https://webinaranmeldungen.de/HA/Hansen-Heinrich>

Wir wünschen Ihnen dabei viel Spaß und einen informativen Vortrag.


Andreas Fritz


Andreas Heinrich


Christian Böhm


Dr. Lars Slomka