



LB  BW

Investmentbrief

24. Januar 2020

Sehr geehrte Investoren,

mit unserem Investmentbrief beleuchten wir die aktuelle Situation an den Kapitalmärkten und leiten daraus unsere strategische Asset Allocation ab. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.



Frank Hagenstein
Vorsitzender der
Geschäftsführung; CIO
LBBW Asset Management



Kapitalmarktumfeld

Mit der Unterzeichnung des Phase-1-Handelsabkommens am 15. Januar diesen Jahres kommt es zwischen den USA und China nach monatelangen Verhandlungen im Handelsstreit zu einer Teileinigung. Der protektionistische Konflikt zwischen den beiden Nationen brachte die Konjunktur weltweit an den Rand einer Rezession. Im letzten Vierteljahr hat sich die konjunkturelle Situation stabilisiert. Dafür verantwortlich waren insbesondere die positive Entwicklung im Handelsstreit sowie die Auswirkungen der weltweit expansiven geldpolitischen Maßnahmen der Notenbanken. Die Fed senkte den Leitzins zum ersten Mal am 31. Juli 2019 um 25 Basispunkte. Zwei weitere Anpassungen folgten im September und im Oktober, womit die Leitzinsen in Summe um 0,75% reduziert wurden. Die Marktbewertungen entkoppelten sich von den wirtschaftlichen Frühindikatoren und die Divergenz vergrößerte sich sukzessive (siehe Abbildung 1). Die Wirtschaftsdaten erscheinen im heutigen Umfeld weniger relevant und laufen dem Kapitalmarkt nach. Die expansiven Notenbanken verursachten das höchste Volumen an negativ rentierlichen Bonds und sorgten damit für eine Verschiebung von Investments hin zu Risiko-Assets.



**Marktbewertung
korreliert nicht zur
Konjunkturerwartung**

Abbildung 1: Europa: Konjunkturerwartung (PMI) versus Aktienmarkt



Quelle: Bloomberg

Das Makrobild hat sich zuletzt verbessert. Die Widerstandsfähigkeit der globalen Frühindikatoren im Dienstleistungssektor sollte aufgrund stabiler Arbeitsmarktdaten sowie positiver Lohnentwicklung weiter Bestand haben. Eine nachhaltige Stabilisierung der Industrie bis hin zu einer leichten Verbesserung erscheint wahrscheinlich. Mit Blick auf die gemischte Datenlage der US-Wirtschaft bleibt ein Restrisiko erhalten. Die instabile Lage im mittleren Osten führte zu einem zwischenzeitlichen Anstieg des Ölpreises. Mittelfristig besteht weiterhin Besorgnis über den USA/Iran-Konflikt, auch wenn kurzfristig schnell deeskaliert wurde. Weitere Eskalationen können in einer Angebotsverknappung enden. Ein nachhaltig höherer Ölpreis wird sich negativ auf die Entwicklung der Industrieunternehmen auswirken. Aufgrund des fortgeschrittenen Konjunkturzyklus ist insgesamt von einem moderat rückläufigen US-Wachstum auszugehen. In 2020 ist daher keine Rezession zu erwarten. Dafür werden auch steigende US-Staatsausgaben sorgen. Die Festlegung des Präsidentschaftskandidaten der Demokraten im Februar/März läutet den US-Wahlkampf ein und kann wiederholt zu einer abnehmenden Risikobereitschaft führen. In Europa deutet die Verbesserung der europäischen Einkaufsmanagerindizes auf eine einsetzende Erholung des verarbeitenden Gewerbes und des Handels hin. Damit wird für die Wirtschaft der Eurozone ein leicht ansteigendes Wachstum prognostiziert.

Die G3-Notenbanken (USA, Europa, Japan) führen die expansive Geldpolitik fort und werden ein Überschießen der Inflationsziele bis zu einem bestimmten Maß tolerieren. Die Nominierung zweier Kandidaten für das Board of Governors der Fed durch Donald Trump, lässt eher auf eine weitere Zinssenkung in diesem Jahr schließen. Insgesamt wird sich das Momentum der Notenbankinterventionen dieses Jahr abschwächen. Die Strategieüberprüfung der EZB hat begonnen und soll bis Jahresende abgeschlossen sein. Sie umfasst die quantitative Formulierung von Preisstabilität, das geldpolitische Instrumentarium, eine wirtschaftliche und monetäre Analyse sowie die Kommunikationspolitik. Weitere Überlegungen, beispielsweise zur Finanzstabilität,



Höhere Marktschwankungen im US-Präsidentschaftswahlkampf

Beschäftigung und ökologischer Nachhaltigkeit, sind ebenfalls Teil der Überprüfung. Die EZB belässt währenddessen den Leitzins voraussichtlich unverändert und behält das QE Programm bei.

Der Handelskonflikt bleibt auch nach der Teileinigung ein Risiko für die Kapitalmärkte. Trump kündigte an, dass die bestehenden Zölle nur im Rahmen eines Phase-2-Deals verhandelbar sind. Auch China äußerte den Wunsch nach weiteren Gesprächen und Fortschritten. Die Verhandlungen des Phase-2-Abkommens stellen eine größere Herausforderung dar. Von einer zeitnahen Übereinkunft ist nicht auszugehen. Die Eskalationen werden während des US-Wahlkampfes moderater ausfallen. Die Vereinbarung vom Januar kann zu negativen Auswirkungen für Europa führen. Die europäischen Lieferketten können aufgrund der von China zugesagten 200 Mrd. \$ US-Güterkäufe beeinträchtigt werden.

Das Edelmetall Palladium erfährt gerade außergewöhnliche Kurssteigerungen (+69% seit August 2019). Die erhöhte Nachfrage geht auf strengere Vorgaben für Abgaswerte hierzulande sowie in China zurück. Palladium eignet sich aufgrund seiner chemischen Eigenschaften hervorragend für die Abgasreinigung in Katalysatoren von benzingegebenen Fahrzeugen. Zur Einhaltung der neuen Statuten wird insbesondere die Palladiumbeschichtung in den Katalysatoren erhöht. Der Aufschlag des Edelmetalls am Spotmarkt für die physische Lieferung betrug in der Spitze mehr als 250 \$ gegenüber einer Lieferung zu einem späteren Termin. Das Beispiel materialisiert ein Transitionsrisiko innerhalb des Themas Nachhaltigkeit. Ein derart ambitioniertes Preisniveau dürfte sich dennoch mittelfristig nicht durchsetzen und die Suche nach Alternativen forcieren.



**Nachhaltigkeit:
Aktuelles Beispiel
eines
Transitionsrisikos**

Asset Allocation

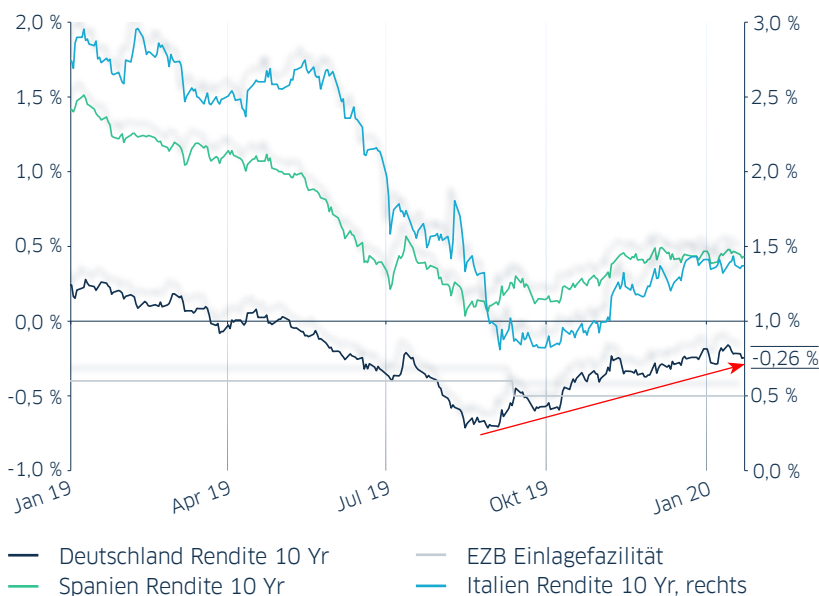
Trotz des positiven Jahresstarts wird das Jahr herausfordernd. Die gute Performance der Risiko-Assets konnte in 2019 das Negativzinsniveau bei diversen Anleihen mehr als überkompensieren. Die Entspannung im Handelskonflikt dürfte die Umschichtung von sicheren Anlagen hin zu Risiko-Assets prolongieren. Der Spielraum für Wertsteigerungen fällt allerdings im Vergleich zu 2019 deutlich geringer aus. Das Sentiment und die Positionierung der Anleger zeigen einen „überkauften“ Markt an. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit für Kurskorrekturen. Darüber hinaus sollte der US-Wahlkampf die Intensität der Marktschwankungen in 2020 erhöhen.

Euro-Staatsanleihen

Der moderate Aufwärtstrend der 10-jährigen Bundrendite besteht seit über vier Monaten (siehe Abbildung 2). 2019 haben in Summe weltweit achtzig Zinssenkungen der Notenbanken die Performance der Staatsanleihen unterstützt. Dieser Zyklus neigt sich dem Ende, obgleich der Markt mit Liquidität weiter versorgt wird. Die EZB Strategieüberprüfung besitzt mittelfristig das Potential eine Änderung der Forward Guidance herbeizuführen. Einige Ratsmitglieder werden die Riksbank (Schweden) als Blaupause heranziehen. Diese hat mit ihrer Entscheidung im Dezember 2019 den Bereich negativer Leitzinsen nach über vier Jahren verlassen. Darüber hinaus stellen die Stabilisierung der Konjunkturdaten und die Abnahme des Risikos aus dem Handelskonflikt Argumente für weiter leicht steigende Renditen dar. Bei umfassenderer Betrachtung des realen Zinsniveaus befinden sich sowohl der EUR- als auch der USD-Raum nach wie vor auf historisch niedrigen Levels. Sollte sich der jüngst begonnene Inflationsanstieg fortsetzen, kann sich das Momentum steigender Renditen noch verstärken. Vor diesem Hintergrund belassen wir die Assetklasse auf Untergewichten.

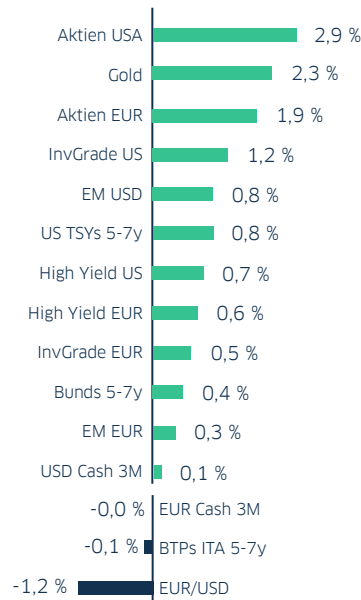
Auf europäischer Ebene wird kein besonderes Spreadeinengungspotential erwartet. In Italien bleibt die Regionalwahl in Emilia-Romagna am 26. Januar abzuwarten. Sollte die Lega in der traditionell politisch linksorientierten Region die meisten Stimmen bekommen, steigt der politische Druck auf die italienische Regierungskoalition aus Sozialdemokraten und Fünf-Sterne (MS5).

Abbildung 2: 10-jährige Renditen Deutschlands, Spaniens und Italiens sowie die EZB-Einlagenfazilität



Quelle: Bloomberg

YtD-Performances 2020



Quelle: Bloomberg

Asset Allocation	
EM-Anleihen	↗
High Yield	→
Investment Grade	→
Aktien	→
Staatsanleihen	↘

Staatsanleihe-Renditen im moderaten Aufwärtstrend

Eine weitere Belastung ist der Rücktritt des Parteivorsitzenden der MS5, Di Maio. Bei den aktuellen Umfragewerten werden die Regierungsparteien Neuwahlen vermeiden. Der 10-jährige BTP/Bund-Spread sollte sich in einer Range von 150 bis 185 Basispunkte aufhalten.

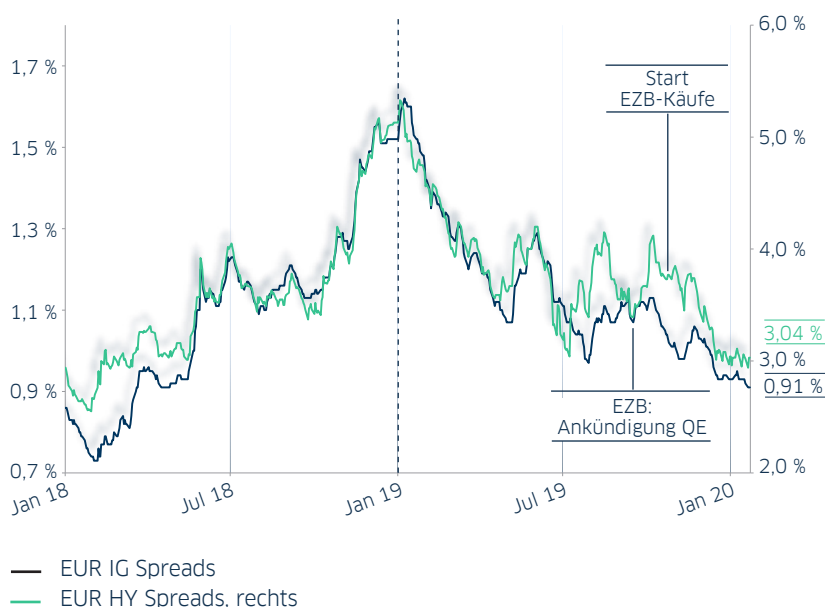
Unternehmensanleihen

Unternehmensanleihen generierten in 2019 eine sehr hohe Überrendite gegenüber Staatsanleihen. Die Spreads der europäischen **Investment Grade Corporates** engten sich auf das Niveau von Anfang 2018 ein (siehe Abbildung 3). Das Neuemissionsangebot an Corporate-Bonds wird in 2020 marginal geringer erwartet als im Rekordjahr 2019. Der Belastungsfaktor für den Sekundärmarkt bleibt damit hoch. Das absolute Renditeniveau der Credits bietet wenig Puffer bei steigenden Zinsen bzw. Spreads. Die Anleihekäufe der EZB (CSPP) stellen einen starken technischen Stützungsfaktor dar.



Corporates neutral gewichten

Abbildung 3: Spread-Entwicklung von EUR IG- und HY-Corporates gegenüber Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Die Diskussion um fiskalische Impulse der Euro-Staaten zur Stärkung der Wirtschaftsbedingungen nimmt zu. In einem Szenario mit stabilisiertem Konjunkturwachstum sind keine nennenswerten Spreadkompressionen zu erwarten. Das Potenzial für eine überdurchschnittliche Performance wie in 2019 ist nicht gegeben. Daher reduzieren wir die Quote der Investment Grade Unternehmensanleihen auf neutral.

Im vergangenen Jahr erreichten **Hochzinsanleihen** als größter Block unseres Ertragsportfolios währungsgesichert eine Performance von 12,1%. Das Rückschlagpotenzial der Assetklasse ist auf dem niedrigen Renditeniveau jedoch ungleich höher als bei den besseren Bonitäten. Daher ist weiter eine breite Diversifikation anzuraten. Die Titelselektion spielt zusätzlich eine relevante Rolle. Der Spreadaufschlag des Segments ist im Vergleich zu Investment Grade auf einem Jahrestief. Daher stufen wir die Assetklasse auf neutral herunter. Schwächere Marktphasen sollten sich allerdings nicht manifestieren und bieten die Möglichkeit für Zukäufe.

Emerging Markets-Anleihen

Hartwährungsanleihen von Schwellenländern erzielten in 2019 eine hohe Performance. Die Wertsteigerung in USD betrug 14,6% und 6,9% in EUR. Die USD-Anleihen weisen damit trotz des Anteils an argentinischen Bonds deutlich bessere Werte auf als die EUR-Pendants. Der Hauptgrund für die positive Performance war die gute Entwicklung des amerikanischen Anleihemarkts. Die Spreads haben sich dagegen nur geringfügig eingeeengt. Die USD-Staatsanleihen von Schwellenländern weisen ein besseres Chance-Risiko-Verhältnis als deren Pendants im Corporate High Yield-Segment auf (siehe Abbildung 4). Dabei ist das Durchschnittsrating der Emerging Markets Anleihen auf USD lautend (BBB-) um vier Notches besser als das der US-High Yield Bonds (B+). Daher Übergewichten wir EM-Anleihen in Hartwährung leicht.



Überrendite bei
EM-Anleihen bleibt
attraktiv

Abbildung 4: Emerging Markets- und High Yield Spreads (to worst) in USD versus Treasuries



Quelle: Bloomberg

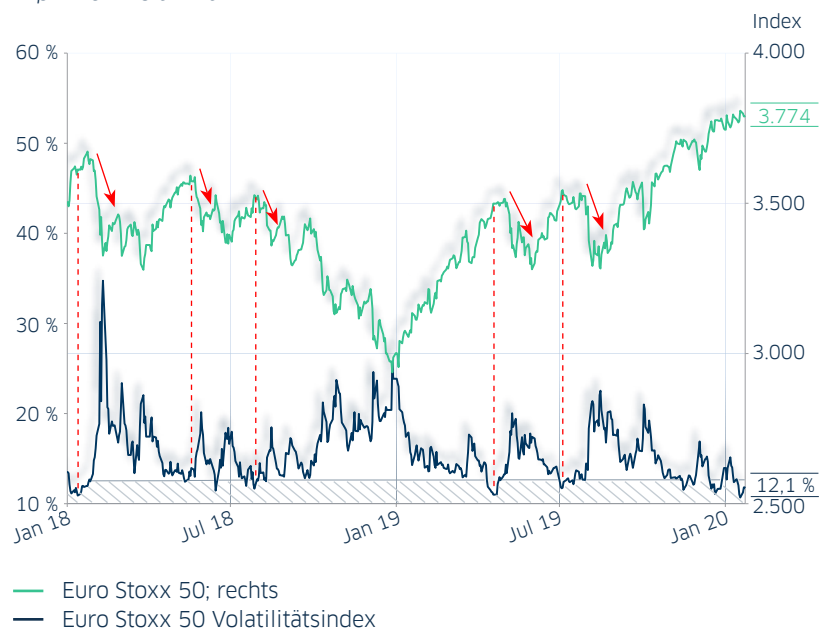
Aktien

Die globalen Aktienmärkte haben seit Jahresbeginn 2019 eine historisch gute Entwicklung zu verzeichnen. Bei anhaltend guter Quartalsberichtsaison kann sich der positive Trend noch etwas fortsetzen. Der Markt befindet sich allerdings im „überkauften“ Bereich. Dies signalisieren beispielsweise die niedrigen Cashquoten der Fondsbranche und die geringe erwartete Volatilität im Optionsmarkt. In der Vergangenheit folgten auf sehr niedrige Volatilitäten (um 11%) häufig Korrekturen (siehe Abbildung 5). Die hohen Bewertungen sind anfällig für Risiken, wie den Handelskonflikt der USA mit China (Phase 2) oder mit Europa (Autozölle). Zudem besteht die Gefahr, dass die prognostizierte Konjunkturerholung nur in abgeschwächter Form stattfindet. Der freie Welthandel wird zunehmend durch protektionistische Maßnahmen einzelner Länder gestört werden. Jedoch erst mit Überschreiten einer kritischen Masse werden diese problematisch werden. Die Assetklasse wird daher auf neutral belassen. Die relative Bewertung von Value- zu Growth-Titeln erscheint attraktiv. Bisher konnten sich die steigenden Zinsen in den Bewertungsniveaus von Value-Aktien sowie den europäischen Kreditinstituten noch nicht durchsetzen. Es ist davon auszugehen, dass dies mittelfristig eintreten kann. Den europäischen Bankensektor stufen wir entsprechend neutral (zuvor untergewichtet) ein.



Erhöhte
Wahrscheinlichkeit
einer Kurs-
korrektur

Abbildung 5: Verlauf des Euro Stoxx 50 (rechts) sowie der zugehörigen impliziten Volatilität



Quelle: Bloomberg

Fazit

Unser 2019 herausgestelltes Ertragsportfolio (siehe rechts) generierte vergangenes Jahr eine Wertsteigerung von 11,2%. Im Zeitraum seit der letzten Ausgabe des Investmentbriefes am 22. November 2019 konnte diese Aufteilung der Assets eine Wertzuwachs von 2,0% verbuchen. Ausschließlich Risiko-Assets bieten weiterhin das Potenzial für adäquate Erträge, allerdings in geringerem Ausmaß als im vergangenen Jahr. Deren relative Attraktivität hat mit den höheren Bewertungen sowie der damit einhergehenden Entkoppelung von der Konjunktur signifikant abgenommen. An den Aktien- und Creditmärkten besteht das Risiko einer Kurskorrektur. Dafür sprechen neben den gegenwärtig hohen Bewertungen außerdem die historisch niedrige implizite Volatilität sowie die sehr positive Positionierung der Anleger. Der Risiko-Asset-Anteil wird reduziert und das Ertragsportfolio damit relativ neutral ausgerichtet. Eine stringente Risikosteuerung und ein hoher Diversifikationsgrad werden weiter elementar sein. Die Cashquote im Income Portfolio wird aufgestockt. Dieser Betrag kann nach einer deutlichen Kurskorrektur „Asset Allocation-neutral“ reinvestiert werden.

Ihr

 Frank Hagenstein



Risikoreduzierung in der Asset Allocation

Income Portfolio	Anteil neu	Delta
Corporates EUR-IG	17,5 %	-2,5 %
Corporates US-HY	10,0 %	-2,5 %
Corporates EUR-HY	27,5 %	-2,5 %
EM-Anleihen (Hartwhg.)	25,0 %	5,0 %
Aktien Europa/USA	7,5 %	-
Cash	12,5 %	2,5 %

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen. Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete

Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Impressum

Herausgeber:

Landesbank Baden-Württemberg (LBBW)

Redaktion:

LBBW Asset Management
Investmentgesellschaft mbH
Frank Hagenstein
Ralph Holder
Thomas Wintermantel

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@
LBBW.de**

Redaktionsschluss:

22.01.2020