



**LB  BW**

# Investmentbrief

15. Mai 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

Die Kapitalmärkte nahmen in den letzten Wochen das Ende der „Lock-down“-Maßnahmen und eine zügige Erholung der Konjunktur teilweise vorweg. Während der März in weiten Teilen von erheblicher Unsicherheit und Kursverlusten in nie gewesener Geschwindigkeit geprägt war, befreiten sich die Märkte zuletzt eindrucksvoll aus dem Panikzustand.

Letzterer spiegelte sich in einem Anspringen des Volatilitätsindex VIX von weniger als 15 auf über 80 Prozent am 16. März wider. Seitdem wurden bereits mehr als drei Viertel dieses Anstieges wieder abgegeben, während der S&P 500 im April den stärksten monatlichen Zuwachs seit 1987 verzeichnete. Zugleich schwächten sich die Konjunkturdaten erheblich ab, über 36 Mio. neue Anträge auf Arbeitslosengeld wurden in den USA innerhalb von nur acht Wochen gestellt. Entsprechend verwundert der Rekordrückgang der US-Konsumausgaben im März um -7,5 % nicht und die Zahlen für den April dürften noch einmal schlechter ausfallen. Dies ist in den Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer jedoch weitgehend berücksichtigt.

Bedenkt man, dass ca. 70 Prozent der US-Wirtschaft von den Ausgaben der Verbraucher getragen werden, ist ein derzeit extremes Auseinanderdriften zwischen wirtschaftlicher Realität und der, in den Kursen enthaltenen, Erwartungshaltung kaum von der Hand zu weisen.



**Die Volatilität sinkt  
spürbar, Risiko-  
Assets ziehen an**

Weder die Turbulenzen am Ölmarkt, die mit zwischenzeitlich negativen Preisen für die Sorte WTI Ende April sogar zu einem Novum führten noch die Anzeichen für ein Wieder-Aufflammen des amerikanisch-chinesischen Handelsstreites haben bislang zu einem deutlichen Rücksetzer innerhalb der Erholung von Risiko-Assets geführt. Nicht zu vergessen ist auch, dass bereits vor Ausbrechen der Corona-Pandemie ein viel beachteter Rezessionsindikator bereits kurzzeitig auf „rot“ gesprungen war: der Renditeabstand zwischen 2- und 10-jährigen US-Treasuries wurde im Spätsommer 2019 negativ. Dies stellte ein Anzeichen dafür dar, dass der konjunkturelle Aufwärtstrend schon vor dem exogenen Schock nicht mehr intakt war.

Mehrere Faktoren können die Entkopplung der Kapitalmärkte angesichts der drohenden schweren Rezession erklären: Allen voran stemmen sich die Notenbanken weltweit mit beispielloser Entschlossenheit gegen den Absturz der Weltwirtschaft. Daneben helfen vielfältige fiskalische Unterstützungsmaßnahmen dabei, die Auswirkungen der Krise abzumildern. Der Umstand, dass bei den Tiefständen im März bereits stark negative Szenarien eingepreist waren und die Cashbestände bei vielen Investoren nach wie vor hoch sind, stellen weitere, technisch stützende Faktoren dar. Die niedrige Gewichtung in Risiko-Assets könnte weiteres Kaufinteresse signalisieren und das Bewertungsniveau untermauern, unabhängig von der fundamentalen Einschätzung.

Sorgen vor einer neuerlichen Kreditkrise halten sich zudem in Grenzen. Betrachtet man Rekord-Emissionsvolumina bspw. bei USD-denominierten Corporate Bonds im April (ca. 90 % der 50 größten Emittenten haben sich dort zuletzt am Primärmarkt gezeigt) und die ebenfalls zahlreichen, auf Euro lautenden Neuemissionen, dürfte dies berechtigt sein. Daneben können v.a. Banken in der Eurozone auf (zeitweise) regulatorische Lockerungen bauen. Diese können eine zusätzliche Kreditvergabekapazität jenseits von 250 Mrd. Euro bedeuten – den Aufschub von Basel IV noch nicht berücksichtigt.

Neben dem erheblichen Widerspruch zwischen Konjunkturdaten und gleichzeitiger Kurserholung bei Aktien und Credits (siehe auch Abbildung 1), verstärkt die weiter schwelende Corona-Pandemie die Unsicherheit für die Anleger. Positiv ist, dass vielerorts eine deutliche Verlangsamung der Pandemie erreicht wurde. Damit ist ein Faktor für eine (teilweise) Rückkehr zu wirtschaftlicher Normalität mittlerweile erfüllt. Weiterhin ist davon auszugehen, dass die Basis für einen anhaltend positiven Trend breit einsetzbare Behandlungsmethoden gegen Covid-19 sind. Nur so kann verhindert werden, dass die Mortalitätsraten nach der nun einsetzenden Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen wieder ansteigen und diese wieder aufgenommen werden müssen.

Es gilt nun, in dieser herausfordernden Gemengelage, eine Partizipation an einer konjunkturellen Entspannung aufrechtzuerhalten und zugleich für zu erwartende Rückschläge auf dem holprigen Erholungspfad gewappnet zu sein.

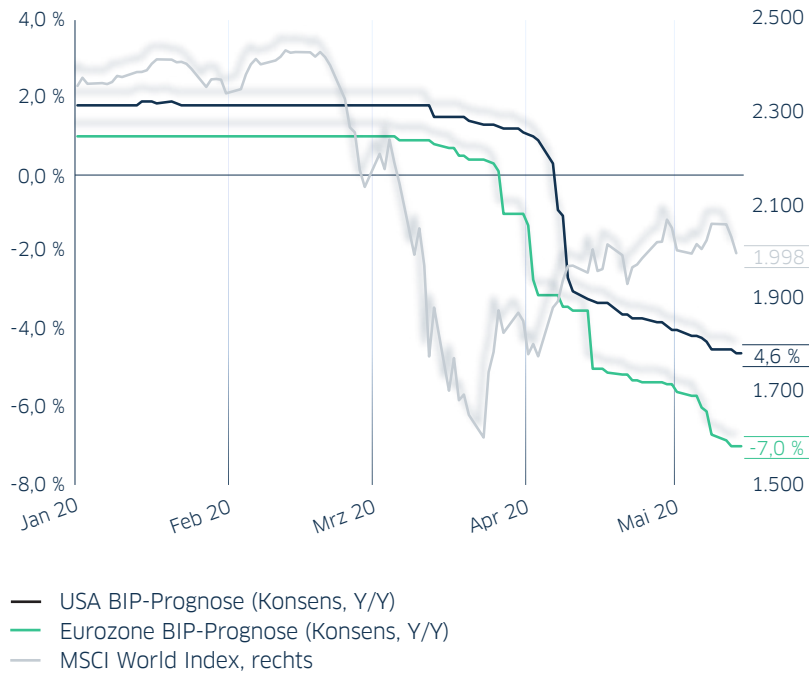


---

**Kurserholung trotz  
Konjunkturabschwächung**

---

Abbildung 1: BIP-Schätzungen für USA und Eurozone vs. MSCI World



Quelle: Bloomberg

# Asset Allocation

Im Rahmen des letzten Investmentbriefs hatten wir einen Teil der Cash-Reserve dazu genutzt, Bestände bei Risiko-Assets zu erhöhen und konnten so an der deutlichen Kursaufholung partizipieren.

Da wir von einer wellenförmigen Erholung an den Kapitalmärkten ausgegangen sind und dies auch weiterhin tun, nehmen wir einen Teil der Gewinne mit.

Aktien und Unternehmensanleihen sind nach der, womöglich etwas zu schnellen, Erholung deutlich weniger attraktiv als noch vor zwei Monaten.

## Euro-Staatsanleihen

Eine womöglich trügerische Ruhe kehrte an den Staatsanleihemärkten ein. Nachdem das Eskalieren der Corona-Krise einen schnellen und heftigen Renditeanstieg verursachte, der bspw. die zehnjährige Bundrendite auf bis zu -0,20 % ansteigen ließ, fand bereits Ende März wieder eine Kurserholung statt. Seitdem schwankt die Rendite in einer breiten Range zwischen -0,30 % und -0,60 %. Die Aussicht auf eine höhere Staatsverschuldung und einem in Folge dessen stark ansteigenden Angebot hat bislang keinen gefestigten Rendite-Aufwärtstrend ausgelöst. Einen ersten Vorgeschmack auf die Angebotsausweitung bot die Begebung einer 15-jährigen Bundesanleihe, die erstmals seit 2015 wieder via Syndizierung emittiert und mit welcher 7,5 Mrd. Euro Erlöst wurden.

Die bislang ausbleibenden Kursverwerfungen sind in wesentlichen Teilen der Reaktion der Notenbanken zu verdanken, die daneben auch die Volatilität unterdrücken. In der Eurozone meint es die EZB mit der „Pandemic Emergency Purchase Programme“ (PEPP) genannten Maßnahme ernst: Im Rahmen dessen wurden innerhalb von sechs Wochen für 152 Mrd. Euro Anleihen erworben, das sind 20 % der Zielgröße von 750 Mrd. Euro. Sollte das Tempo beibehalten werden, wäre der Spielraum im Herbst bereits ausgeschöpft. Dies nährt die Hoffnung auf dessen baldige Ausweitung.

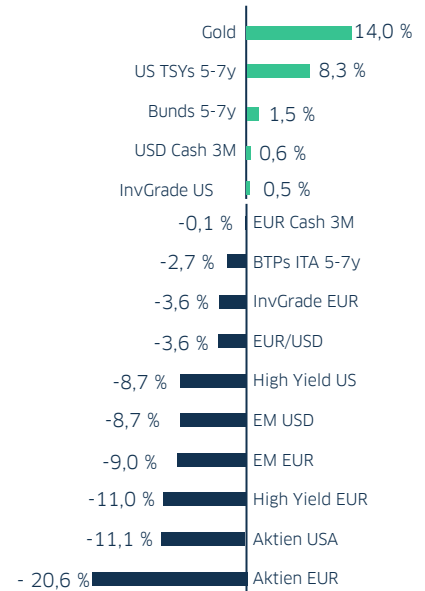
Grenzen setzt sich die Fed beim Ankauf von Anleihen nicht mehr. Deren Bereitschaft zu unlimitierten Anleihekäufen sind an der Ausweitung der von ihr gehaltenen Assets ablesbar. Deren Anstieg stellt die ersten drei Quantitative Easing-Programme deutlich in den Schatten (siehe Abb. 2).

Dennoch bleiben wir zurückhaltend für die Assetklasse. Der Angebotschock wird unseres Erachtens noch unterschätzt, die daraus resultierenden Kursrisiken, verbunden mit dem geringen Renditeniveau sind für uns Grund genug, Duration weiter unterzugewichten.

Im Zuge dessen sei auch das Urteil der Bundesverfassungsgerichte zum „Public Sector Purchase Programme“ (PSPP) erwähnt. Dieses knüpft die weitere Teilnahme der Bundesbank an den Anleihekäufen an die Bedingung einer besseren Begründung der Verhältnismäßigkeit. Dies mag (und kann) die Notenbankpolitik der EZB zwar nicht in Frage stellen, dennoch könnte in Zukunft etwas mehr Zurückhaltung bspw. bei einer nochmaligen Aufstockung der Programme die Folge sein. Die Schere zwischen Angebot und Nachfrage droht sich weiter zu öffnen.

Des Weiteren eröffnet die Entscheidung neues Konfliktpotential innerhalb der Eurozone. Auch die bislang noch verhaltene, gemeinsame Reaktion der Euroländer bei der Krisenbewältigung könnte einer Einengung der innereuropäischen Spreads entgegenstehen. Das Thema Corona-Bonds scheint zwar nicht endgültig vom Tisch, in greifbarer Nähe dürfte es aber derzeit nicht sein. Dem Einengungspoten-

## YtD-Performances



Quelle: Bloomberg

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



**QE trifft auf starke Angebotsausweitung**

tial v.a. zwischen deutschen und italienischen Renditen ist vorerst ein Riegel vorgeschoben, wenn auch die EZB mit dem PEPP in der Lage ist, Spread-Ausreißer nach oben zu verhindern. Lediglich am kurzen Ende könnte sich eine Wette auf Einengungen lohnen, befeuert durch die nochmals großzügigeren TLTRO 3-Konditionen (abhängig von der Kreditvergabe können Banken bis zu 50 bp. unter Einlagesatz an den einjährigen Refinanzierungsoperationen teilnehmen). Dass Banken Carry-Trades am kurzen Ende der Italien-Kurve eingehen, wäre eine denkbare Folge (zweijährige BTPs aktuell mit 0,65 % Rendite).

Abbildung 2: Entwicklung der Assets der Federal Reserve seit 2008



Quelle: FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis

### Unternehmensanleihen

Mit einem Gesamtertrag in Höhe von 3,6 % verbuchten Euro-Unternehmensanleihen im April den höchsten jemals gemessenen Wert. Noch im Vormonat (-6,8 %) musste hier ein Negativrekord verkräftet werden.

Der Turnaround ist umso erstaunlicher, wenn man das über weite Strecken stark erhöhte Primärmarktangebot betrachtet, welches einen Belastungsfaktor für die Risikoprämien am Sekundärmarkt darstellt. Selbst der Verweis auf die ausgeweiteten Unternehmensanleihenkäufe der EZB kann nicht als alleiniger Erklärungsansatz dienen. Seit Ende März wurden rund 120 Mrd. Euro-Investment Grade Anleihen allein von Nicht-Finanzunternehmen begeben, dies übersteigt das Kaufvolumen der Notenbank erheblich. Das Stützungssignal führte jedoch auch zu einer insgesamt optimistischeren Stimmung gegenüber Corporates, was sich in deutlichen Fonds-/ETF-Zuflüssen niederschlug. Vorausgegangene Abflüsse, zumindest im Investment-Grade, wurden mittlerweile mehr als wettgemacht.

Wir hatten EUR-IG Corporates in unserer letzten Ausgabe als attraktive Anlageklasse bewertet. Obgleich sich das Einengungspotential (Spreads lagen mehr als zwei Standardabweichungen über dem langjährigen Mittel) bereits teilweise manifestiert hat, halten wir an unserer konstruktiven Einschätzung der Assetklasse fest. In Relation zum Jahresbeginn, als die Rendite des EUR-IG Indexes noch unter 0,5 % lag, mutet die aktuell erzielbare Indexrendite von 1,2 % weiterhin attraktiv an.



Corporates mit Turnaround im April

Diesem Umstand und dem hohen Commitment der EZB zum Trotz sind wir jedoch nicht pauschal zuversichtlich und wollen in Details differenzieren. Zunächst sehen wir das Problem des einsetzenden Rating-Drifts, welcher noch einige Zeit anhalten sollte. Die ersten bekannten Unternehmen haben im Zuge dessen ihren Investment Grade-Status bereits verloren („Fallen Angels“). Damit würden wir, in Erwartung weiterer konjunktureller Negativnachrichten, defensive Sektoren noch bevorzugen (Pharma, Telekommunikation, Technologie) und dabei die Ratingkategorie „BBB“ etwas untergewichten. Zudem sind wir zurückhaltend bei Credits aus der europäischen Peripherie. Hier ist kaum ein Aufschlag zu Emittenten aus den Kernländern Europas vorhanden, weswegen wir eine Untergewichtung als Absicherung gegen ein etwaiges Wiederaufkeimen innereuropäischer, politischer Risiken sehen. Zuletzt sind wir, analog der Einschätzung bei Staatsanleihen, zurückhaltend bezüglich langer Duration. Die Credit-Renditekurven erscheinen uns zu flach (wenn auch stark getrieben von Krisenverlierern) und wir sehen das Risiko einer Versteilerung.

Damit verzichten wir bewusst auf etwas Rendite, generieren aber dank des insgesamt gestiegenen Niveaus trotzdem Einkommen und sind zugleich besser für Rückschläge gewappnet.

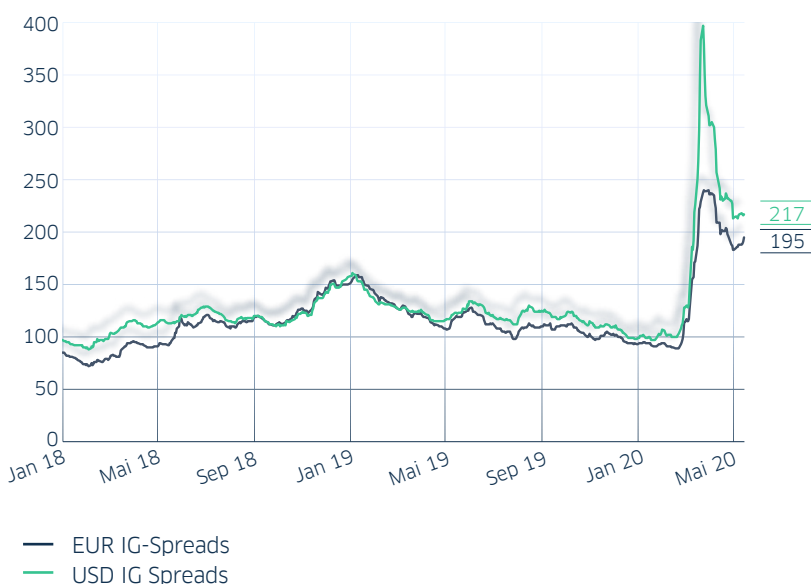
Für selektive Offensivvorstöße sehen wir daneben Potential bei Emittenten aus abgestraften Sektoren (Transport, Freizeit, Automobil), die jedoch mit individueller Qualität aufwarten können. Hierzu suchen wir die besten Häuser in schlechter Lage und achten dabei auf Finanzierungsflexibilität, Liquiditätsreserven und eine moderate Verschuldung. So kann die Durststrecke gut überbrückt und im Anschluss, dank starker Marktposition innerhalb des Sektors, profitiert werden.

Der Renditevorteil von USD-Corporates im Vergleich zu den auf Euro lautenden Pendanten hat sich wieder verringert, weshalb wir Gewinne teilweise mitnehmen. Niedrige Hedging-Kosten für USD-Engagements veranlassen uns aber weiterhin vereinzelt Renditeaufschläge zu nutzen.



## Fondszuflüsse und EZB stützen Investment-Grade, Differenzierung dennoch angebracht

Abbildung 3: Spreadentwicklung (in Bp.) von USD- und EUR-Corporates



Quelle: ICE BofAML, Bloomberg

Den Anteil von High Yield-Corporates in unserem Income-Portfolio reduzieren wir, nachdem eine Erholung von den Spreadhochs stattgefunden hat. Diese hat zuletzt aber eindeutig an Fahrt verloren und wir sehen einige Herausforderungen für die Assetklasse. Weiterhin findet diese keine Unterstützung durch Anleihekäufe der EZB. Zwar wurde mit dem Akzeptieren von „Fallen Angels“ als EZB-fähige Sicherheit eine Voraussetzung hierfür geschaffen, eine Aufnahme dieser Titel in das „Corporate Sector Purchase Programme“ wurde aber noch nicht verkündet. Sollte dies in Zukunft der Fall sein, würde die Unterstützung jedoch nur in engen Grenzen stattfinden – vermutlich bezogen auf die erst kürzlich in den High Yield-Sektor herabgestuften Namen. Dies würde lediglich das, durch Herabstufung geschaffene, neue High Yield-Angebot etwas absorbieren. Zudem ist ein hoher Anteil der Hochzinsanleihen in konjunktursensitiven Branchen angesiedelt und die schwächeren Bonitäten (v.a. BB- und niedriger) kämpfen mit erhöhten Refinanzierungskosten oder gar -problemen.

Höher gewichten wir innerhalb der Subassetklasse bspw. Telekommunikationsanbieter mit Rating am oberen Rand des High Yield-Spektrums.

Neuemissionsprämien am Primärmarkt sind, unabhängig vom Rating, zunehmend rarer geworden. Stabile Emittenten kommen mittlerweile sogar ohne Aufschläge zum Sekundärmarkt an den Markt. Zur Generierung eines Zusatzertrages muss mittlerweile wieder deutlich selektiver vorgegangen werden. Für die Zeichnung neuer Bonds veranschlagen wir daher etwas weniger Budget als noch vor zwei Monaten, als auch defensive Namen mit gutem Rating hohe Prämien boten (siehe rot markierte Namen in nachfolgender Abbildung). Dennoch erfolgt der Ausbau der IG-Übergewichtung v.a. aus der Zeichnung attraktiv gepreister Neuemissionen.

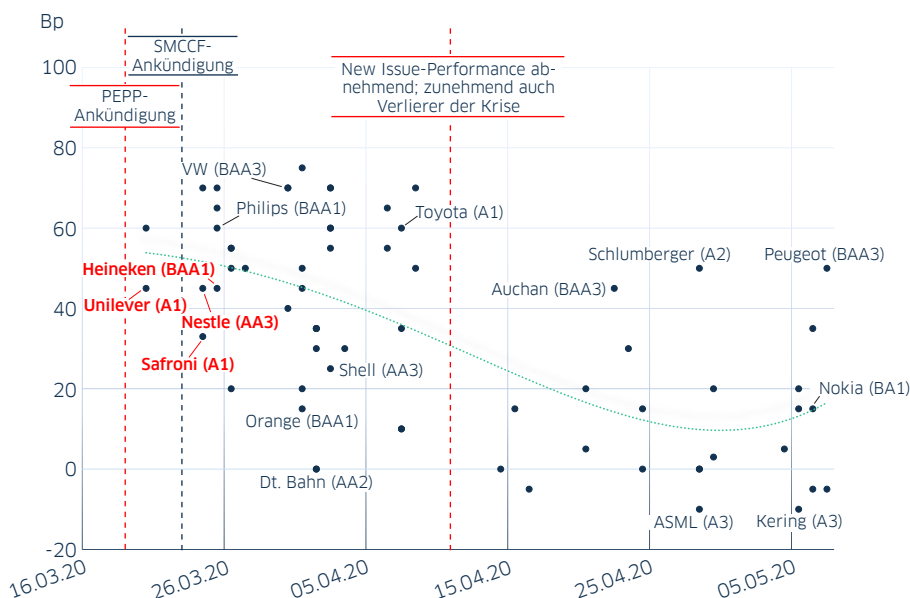


High Yield Corporates bleiben anfällig



Nur noch vereinzelt Prämien am Corporates-Primärmarkt

Abbildung 4: Neuemissionsprämien bei Corporates (in Bp.)



- New Issue Prämie vs. Sekundärmarkt bei Corporates

Quelle: Bloomberg



## Emerging Markets-Anleihen

Eine Ausnahme der Aufholbewegung nach dem Corona-Schock stellen bislang von Schwellenländern begebene Euro-Anleihen dar. Nachdem diese in der Abwärtsbewegung zunächst weniger verloren als USD-denominierte Schwellenländeranleihen, kann seit der letzten Märzwoche nur noch eine Seitwärtsbewegung verzeichnet werden.

Wir hatten Euro-Schwellenländeranleihen in unserer letzten Ausgabe zugunsten von Aktien etwas abgebaut, sehen aber derzeit keine Veranlassung wieder stärker einzusteigen. Die Gewichtung reduzieren wir nun nochmal etwas (-2,5 %-Pkt. im Income-Portfolio).

## Aktien

Sehr teuer geworden sind Aktien. Zumindest wenn man die viel zitierte KGV-Bewertungskennzahl zugrunde legt. Für den S&P 500 liegt das Kursniveau beim 22-fachen der für die kommenden 12 Monate erwarteten Gewinne. So hoch stieg der Wert zuletzt 2001. Während damals das Platzen der Internet-Blase zu einem Kursrutsch führte, sind Technologieunternehmen heute die Triebfeder hinter der ausgeprägten Kurs-erholung. In Kombination mit massiv nach unten korrigierten Gewinn-erwartungen in vielen Branchen sorgte dies für ein extrem anmutendes Bewertungsniveau.

Für gewöhnlich führen Zykliker den Aktienmarkt aus einer Baisse. Dass nun Technologiewerte, Pharmatitel und Telekommunikationsunter-nehmen an der Spitze der Kurserholung standen, während konjunktur-sensitivere Branchen hinterherhinkten, sollte aufhorchen lassen: Ein nochmaliger Abverkauf bei Aktien scheint im Bereich des Möglichen, in diesen Tagen waren bereits erste Anzeichen hierfür zu beobachten. Dass die Erholung in der Breite auf nicht allzu festem Fundament stand, verdeutlicht auch der Blick auf die erhebliche Abweichung der Kurs-entwicklung zwischen dem Gesamtindex und dessen Schwergewichten. Letztere liegen im Jahr 2020 sogar im Plus (v.a. Microsoft, Apple, Ama-son), während der Rest sich weitaus schwerer tut wieder aus der Ver-lustzone zu kommen.

Wir sehen allerdings auch Faktoren, die das hohe KGV (siehe für euro-päische Aktien in Abbildung 5) zumindest teilweise relativieren. Neben den fiskalischen und monetären Stützungsmaßnahmen spricht derzeit die Positionierung der Anleger für eine begrenzte Downtrend. Ein Groß-teil des Abverkaufes und damit der Portfoliobereinigung scheint abge-schlossen. Weiterhin erhöhte Cashbestände sind ein technisch stützen-der Faktor für den Aktienmarkt. Die Stimmung der Anleger bleibt, trotz deutlicher Lösung der Kurse von den Tiefs im März, sehr vorsichtig bzw. bearish. Übertreibungen aus Positionierungssicht sind demnach nicht vorhanden.

In Summe bleibt eine wellenförmige Bewegung unser Hauptszenario für die nächsten Monate. Solange die Corona-Pandemie nicht weitgehend kontrolliert ist (Heilmittel und später Impfung), sind neue Beschrän-kungsmaßnahmen nicht auszuschließen. Daneben dürfte die Stimmung der Verbraucher belastet sein, die Sparquote sollte sich angesichts der Unsicherheit erhöhen. In Verbindung mit der ambitionierten Bewertung steht dies einem nachhaltigeren Aufwärtstrend entgegen, wenn auch die März-Tiefs unseres Erachtens nicht nochmal getestet werden sollten.

Bei der Branchen- und Titelllokation ist analog der Unternehmens-anleihen eine Fokussierung auf Qualitätstitel mit starken Bilanzen und defensiven Geschäftsmodellen anzuraten. Darüber hinaus sehen wir weiter gute Möglichkeiten bei Wachstumstiteln. Die Pandemie dürfte



Schwellenländeran-leihen in Euro ohne Erholung



Aktien Kurs-Gewinn-Verhältnisse stark erhöht



Positionierung zeigt aber keine Übertreibung an

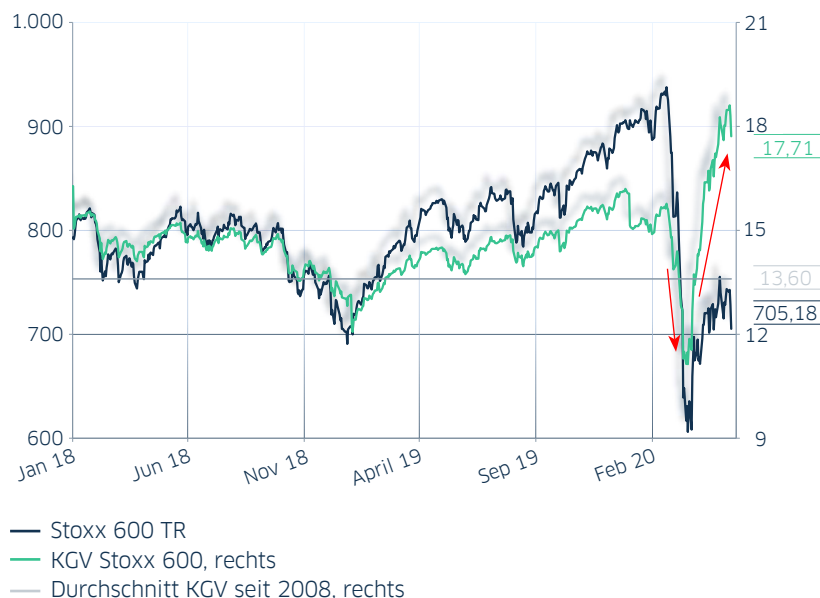


Quality und Growth bevorzugen



zu einigen anhaltenden Veränderungen führen. Dies kann sich bspw. im Zurückdrehen von allzu stark global vernetzten Lieferketten niederschlagen aber auch in einer erhöhte Vorratshaltung, bezogen auf Waren aber auch Liquidität. Insgesamt dürfte so etwas Effizienz zugunsten erhöhter Resilienz geopfert werden. Wer bislang schon mit geringen Margen und wenig Wachstum kämpfte, dürfte es künftig noch schwer haben. Denen, die hier über Reserven verfügen, könnten von der Wachstumsknappheit aber profitieren.

Abbildung 5: Verlauf des Stoxx 600 Total Return (links) sowie das zugehörige Kurs-Gewinn-Verhältnis (rechts)



Quelle: Bloomberg

### Fazit

Für eine Erholung von Risiko-Assets hatten wir uns im Zuge der letzten Ausgabe bereits positioniert. Allerdings erstaunte das Tempo und das Ausmaß der Werterholung bei Aktien. Zuletzt ließ deren Kraft aber bereits nach und es zeigen sich Ermüdungserscheinungen.

Abwärtsrisiken sind in Anbetracht des Bewertungsniveaus, v.a. bei Aktien, derzeit zwar vorhanden. Konjunkturpakete und eine verhaltene Positionierung der Anleger schützen unseres Erachtens aber vor allzu starken Rücksetzern. Wir behalten eine Präferenz für Unternehmen mit starken Bilanzen sowie Wachstumstitel bei, die über erhöhte Manövrierfähigkeit in Krisenzeiten verfügen. Die Aktien-Allokation im Income-Portfolio bleibt unverändert bestehen.

Für Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating bleiben wir moderat positiv eingestellt. Hier wirkt der EZB-Support direkt (und auch die Fed hat entsprechende Kaufprogramme aufgesetzt). Dies deckelt die Refinanzierungskonditionen und bietet verlässliche Abnehmer für den Emissionsbedarf.

Allerdings vermeiden wir, analog einer zurückhaltenden Einschätzung bzgl. langer Duration bei Staatsanleihen, das lange Ende der flachen Credit-Kurve.

Income Portfolio	Anteil neu	Delta
Corporates EUR-IG	22,5 %	5,0 %
Corporates USD-IG	2,5 %	- 2,5 %
Corporates EUR-HY	25,0 %	- 2,5 %
Corporates USD-HY	10,0 %	-
EM-Anleihen (Hartwhg.)	20,0 %	- 2,5 %
Aktien Europa/USA	10,0 %	-
Cash	10,0 %	2,5 %

Skeptischer sind wir bei Euro-Hochzinsanleihen, die wir im Income-Portfolio um 2,5%-Punkte reduzieren. EUR-Investment Grade-Bonds hingegen werden um 5 %-Punkte aufgestockt. Die EZB hat in ihr Kaufprogramm High-Yield-Bonds (noch) nicht aufgenommen, die Fed hingegen bezieht USD-High Yield teilweise in die Käufe mit ein („Fallen Angels“ sowie auf US-Dollar lautende HY-ETFs). Sehr gut gelaufen sind USD-IG Corporates, diese Position hatten wir neu aufgebaut und nehmen hier Gewinne mit (-2,5 %-Pkt. Anpassung der Allokation).

Die Allokation von Euro-denominierten Schwellenländeranleihen reduzieren wir um 2,5 %-Punkte. Die Erlöse hieraus nutzen wir zum weiteren Aufbau der Cash-Quote auf 10 %.

Von uns erwartete Rücksetzer innerhalb einer schwierigen Erholung nutzen wir perspektivisch zum Risikoaufbau aus dieser gut gefüllten Kassenposition heraus.

  
Ihr  
Frank Hagenstein

## 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  
Thomas Klee

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@  
LBBW.de**

### Redaktionsschluss:

15.05.2020