



# Investmentbrief

21. Januar 2021 | Ausgabe 1/2021

## 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**  
Co-Vorsitzender der  
Geschäftsführung; CIO  
LBBW Asset Management



## Kapitalmarktumfeld

Das Jahr 2020 war aus Kapitalmarktsicht geprägt von einer gegensätzlichen Entwicklung der globalen Wirtschaftsleistung und der Aktienmärkte. Während das weltweite Bruttoinlandsprodukt im vergangenen Jahr einen erheblichen Rückgang von voraussichtlich rund 4 % verzeichnen musste, stiegen die Kurse globaler Aktien im Jahresverlauf um mehr als 14 % an (siehe nachfolgende Grafik).

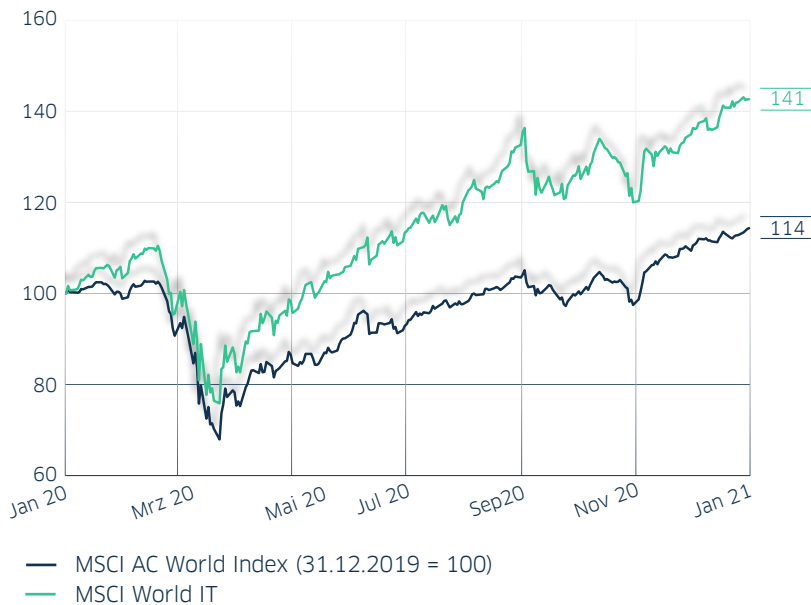
Diese Diskrepanz ist nicht alleine staatlichen Konjunkturlösungen und einer extrem lockeren Geldpolitik in Reaktion auf die Corona-Pandemie zuzuschreiben.

Vielmehr haben die Ausbreitung der Krankheit Covid-19 und damit einhergehende notwendige Beschränkungen des gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Lebens zu einem beschleunigten Strukturwandel geführt.



**Konjunkturlösungen und  
Notenbanken treiben  
die Aktienrally, v.a.  
Technologiewerte  
profitieren**

Abbildung 1: Globaler Aktienmarkt (MSCI ACWI) und Technologie-Sektor



Quelle: Refinitiv Datastream

Digitalisierungstrends wurden durch die Notsituation quasi in der Breite erzwungen bzw. nochmals beschleunigt. Profitiert haben die Anbieter entsprechender Infrastruktur und darauf aufbauender digitaler Angebote. Für einen großen Teil des Kursanstieges im vergangenen Jahr zeigten sich folglich die großen Technologiekonzerne verantwortlich. In Abgrenzung gegenüber der teils angeführten Parallele zur „Dot-Com“-Blase basieren deren Kurszuwächse in vielen Fällen auf fundamentalen Faktoren und konkreten Anwendungen. Somit ist die, in den Kursen stark eingepreiste Hoffnung auf fortgesetztes Wachstum, durchaus berechtigt. Das Risiko des Platzens einer Spekulationsblase im Technologiesektor analog zum Jahr 2000 dürfte begrenzt sein. Vielmehr wären moderate Korrekturen des erhöhten Bewertungsniveaus das wahrscheinlichere Szenario. In einigen Fällen sind die Börsenwerte aber bereits deutlich zu heiß gelaufen. Entsprechend ist eine sorgfältige Titelselektion wesentlicher Bestandteil der Anlagestrategie.

Derzeit schauen die Anleger noch stark über den kurzfristigen Horizont hinaus. Der überraschende Ausgang der Senatswahlen im US-Bundesstaat Georgia verschafft den Demokraten eine de-facto Mehrheit im Senat. Die baldige Verabschiedung eines großen Konjunkturpaketes, angestrebt sind vom neuen US-Präsidenten 1,9 Billionen US-Dollar, wird von vielen Marktteilnehmern als wahrscheinliche Option gesehen. Die Sorge vor möglichen zusätzlichen Belastungen für Unternehmen in Form schneller Steuererhöhungen und verschärfter regulatorischer Anforderungen hält sich zudem in Grenzen. Dies ist auch der nur hauchdünnen Mehrheit von 50 Sitzen zuzuschreiben und der für viele Gesetzesvorhaben notwendigen Schwelle von 60 Stimmen.



Marktteilnehmer  
schauen derzeit über  
kurzfristige Risiken  
hinweg

Für 2021 besteht die berechnete Erwartung, dass große Teile des wirtschaftlichen Einbruches wieder aufgeholt werden können und die hohen Kursniveaus somit fundamental untermauert werden. Einkaufsmanagerindizes im Verarbeitenden Gewerbe notieren vielfach bereits deutlich über der Expansionsschwelle. Zusätzlich Fahrt aufnehmen dürfte die Erholung durch ein Nachziehen der Dienstleistungskomponente. Diese sollte einsetzen, sobald die teils strikten „Lockdowns“ aufgehoben werden können. Die zunehmende Verfügbarkeit von Impfstoffen und der Anlauf der Impfkampagnen machen hier Hoffnung, obgleich das Auftreten neuer Mutationen den Übergang zur Normalität derzeit zu verzögern scheint.

Trotz aller derzeit vorherrschender Euphorie sollte aber nicht unterschätzt werden, dass bereits sehr viel Positives eingepreist ist. Korrekturen, zumindest kurzzeitig, sind damit durchaus wahrscheinlich. Allzu aggressive Diskussionen der Notenbanken über ein Anziehen der geldpolitischen Zügel wären ein potentieller Auslöser. Erste vorsichtige Aussagen in Richtung eines früheren Zurückfahrens der Anleihekäufe („Tapering“) gab es bei einigen Fed-Verantwortlichen bereits. Daneben scheinen potentielle Belastungen, wie deutlich verlängerte Corona-Beschränkungsmaßnahmen, Probleme bei den Impfkampagnen, eine deutliche Eskalation der politischen Spannungen in den USA oder Verzögerungen bei weiteren Konjunkturhilfen derzeit nicht berücksichtigt zu sein.

# Asset Allocation

Seit Veröffentlichung der letzten Ausgabe am 19. November 2020 haben vor allem zyklische Assetklassen (Aktien und Rohstoffe) stark abgeschnitten. Gold schwächte sich zum Jahresende und zu Beginn des neuen Jahres zwar ab, blieb aber im gesamten Jahresverlauf 2020 der klare Performance-Spitzenreiter unter den nebenstehend dargestellten Assetklassen.

## Aktien

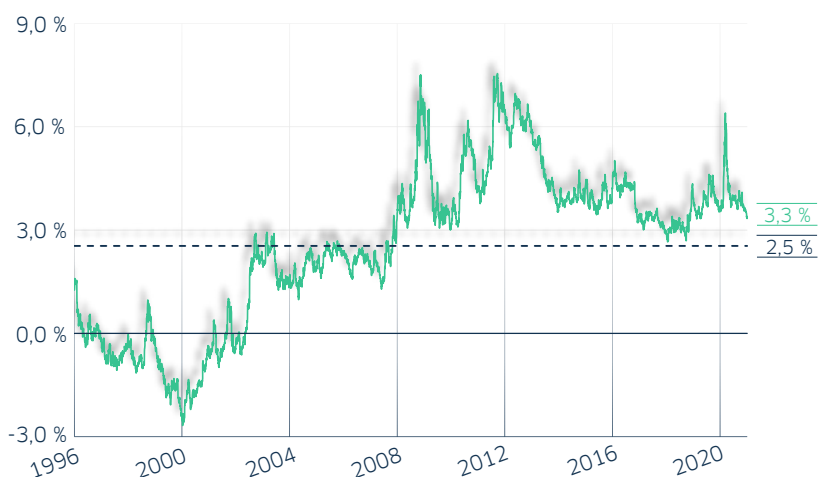
Eine rasanter Start ins neue Jahr wurde an den Aktienmärkten verzeichnet. Der deutsche Leitindex DAX stieg in diesem Zuge in der Spitze auf ein neues Rekordniveau von über 14.000 Punkten, ehe eine moderate Korrektur einsetzte.

Die weltweite Allokation gegenüber der Assetklasse hat zuletzt stetig zugenommen, womit die Positionierung auf einem erhöhten Niveau angekommen ist. Extremwerte werden zwar noch nicht erreicht, allerdings ist ein deutlich positiver Verlauf von Konjunktur- und Gewinnentwicklung im Jahr 2021 bereits in den Kursen berücksichtigt. Ebenso eingepreist ist die Erwartung eines anhaltenden fiskal- und geldpolitischen Rückenwindes sowie ein weitgehend reibungsloser Verlauf der Covid-19-Impfkampagne.

Folgt man der Maxime „buy the rumor, sell the fact“, ist mit zwischenzeitlichen Rückschlägen durchaus zu rechnen. Diese können jedoch Kaufgelegenheiten darstellen, da viele Faktoren für ein insgesamt solides Aktienjahr sprechen.

Zum einen ist mit einer Entspannung der hohen Bewertungskennziffern zu rechnen, wenn die Unternehmensergebnisse zu den Kursen aufholen. Zum anderen ist das erhöhte Bewertungsniveau im Kontext der niedrigen Renditen auf der Rentenseite zu sehen. Erneut bietet sich ein Vergleich mit der „Dot-Com“-Blase an. Während dieser wurden noch wesentlich höhere Bewertungs-Multiples verzeichnet, zugleich lag die 10-jährige Rendite US-amerikanischer Treasuries in den Jahren 1998-2001 zwischen 4 und 7 %. Selbst nach deren Anstieg zu Beginn des laufenden Jahres wird aktuell lediglich ein Niveau von knapp über einem Prozent erreicht.

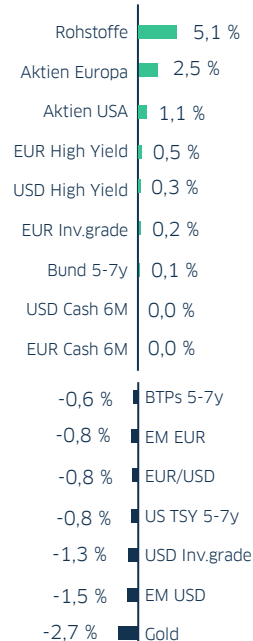
Abbildung 2: Equity-Risikoprämie (S&P 500)



— 12M Forward Earnings Yield (S&P 500) vs. 10 Jahre Treasury-Rendite  
 --- Mittelwert

Quelle: Refinitiv Datastream

## YtD-Performance (2021)



Quelle: Bloomberg

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

Sollte weiterer Aufwärtsdruck auf die Renditen entstehen, wäre eine moderate Umschichtung und kurzfristiger Druck auf die Aktienmärkte wahrscheinlich. Doch selbst ein deutliches Anziehen in einen Bereich von 1,5 - 2 % sollte zu keinen größeren und länger anhaltenden Verwerfungen führen. Zunächst wäre das absolute Niveau für die Renditeerwartung in einem Multi-Asset-Kontext (insbesondere auch aus Sicht eines Euro-Investors) weiterhin vergleichsweise gering. Zudem sollte das deutliche Wachstum der Geldmenge, einem wesentlichen Faktor für steigende Kurse, auch 2021 weitergehen.

Während bei Investoren unverändert hoher Anlagebedarf besteht, sitzen auch viele große Unternehmen auf beträchtlichen Cash-Beständen. Dies sollte die Zahl der Übernahmen nach oben schnellen lassen, erste Anzeichen dafür sind im neuen Jahr bereits erkennbar. Daneben werden Aktienrückkäufe eine beliebte Form der Mittelverwendung sein, was ein weiteres kursstabilisierendes Element darstellt.

Dahingegen ist zu befürchten, dass die anlaufende Q4-Berichtssaison weniger Rückenwind bietet als die Vorlage der Geschäftszahlen für das dritte Quartal des Vorjahres. Der hohe Anteil positiver Überraschungen im Q3 war auch zuvor stark reduzierten Analystenschätzungen angesichts der Pandemie zuzuschreiben. Diese dürften mittlerweile in vielen Fällen korrigiert sein. Daneben werden an den Zahlen zum Q4 die Auswirkungen der neuerlichen Einschränkungen der wirtschaftlichen Aktivität ablesbar sein. Für das Auftaktquartal 2021 könnte sich das Bild jedoch bereits wieder drehen. Hier kommt hinzu, dass die Vergleichsbasis 2020 bereits durch die Corona-Auswirkungen belastet ist.

Aus Sektor- und Stilsicht haben zu Jahresbeginn zyklische Titel und der Value-Faktor eine gute Performance gezeigt und an die Outperformance vom November anknüpfen können, als die Impfstoff-Neuigkeiten eine Rotation auslösten. Diese verlor im Dezember an Fahrt, v.a. der Ausgang der Georgia-Senatswahlen sorgte an dieser Front jedoch für neuen Schwung.

Grundsätzlich dürfte der Trade noch weiteren Spielraum haben. Es gilt jedoch zunächst, aus dem vorgenannten Gründen, noch nicht alles auf die Post-Corona-Karte zu setzen. Aus taktischer Sichtweise würden wir mit einer Übergewichtung (Value, Zyklischer) noch etwas abwarten. Für das Gesamtjahr stehen die Chancen jedoch gut, dass diese eine Aufholbewegung zeigen werden. Dies gilt weiterhin nicht uneingeschränkt. Es gibt strukturelle Verlierer, die zwar zur Value-Kategorie zählen, in denen wir aber keinen Mehrwert sehen und somit bei der Einzeltitelselektion nicht berücksichtigen.

### Euro-Staatsanleihen

Das neue Jahr startete mit einer Aufwärtsbewegung bei Staatsanleiherenditen. Das Ergebnis der Georgia-Nachwahlen mit der resultierenden kleinen „Blue Wave“ und der damit einhergehenden Aussicht auf starke fiskalische Impulse war dabei ein wesentlicher Faktor. Daneben hatte aber auch die Entscheidung Saudi-Arabiens, die Ölförderung unilateral zu kürzen (weitere OPEC-Länder schlossen sich in Folge an) einen positiven Einfluss auf die Ölpreise und folglich die Inflationserwartungen. Gemessen an den Breakeven-Raten, der Renditedifferenz zwischen nominalen und inflationsgeschützten Anleihen, stiegen diese in den USA auf über 2 % und in Deutschland auf über 1 % bei jeweils 10-jähriger Laufzeit. Weiteres Aufwärtspotential bei Linkern erscheint mittlerweile begrenzt. Faktoren wie eine Konsumerholung, weiter steigende Staatsausgaben, der Anstieg von Rohstoffpreisen und expansive Geldpolitik können zu einem Überschießen der Inflation auf deutlich



## M&A und Aktienrückkäufe Themen für 2021

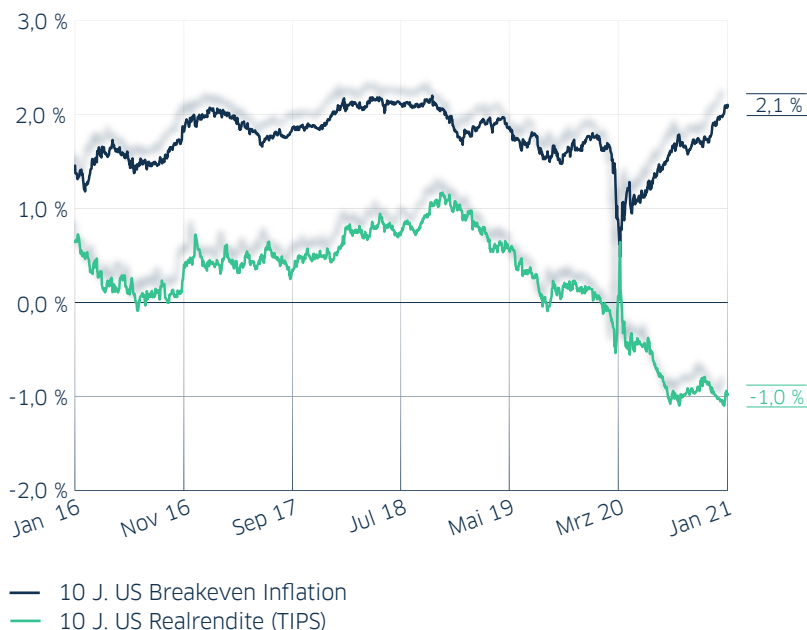


## Starke Performance inflationsgeschützter Anleihen

Über 2 % in den USA führen. Nicht umsonst dürfte der Präsident der Chicago Fed, Chris Evans, zu Jahresbeginn davon gesprochen haben, dass derzeit eher auf ein Inflationsziel von 2,5 % gezielt werden sollte und ihn selbst 3 % nicht beunruhigen würden. Dagegen stehen allerdings auch kurzfristige Risiken, wie die anhaltende Gesundheitskrise und eine dadurch potentiell verzögerte wirtschaftliche Erholung. Die grundsätzlich bullische Einschätzung gegenüber inflationsgeschützten Anleihen ist daher auf den aktuellen Preisniveaus weniger deutlich ausgeprägt als noch vor zwei Monaten.


Der Reflations-Trade führte neben einem Renditeanstieg auch zu einer Versteilerung der Zinskurven, v.a. in den USA. Während das kurze Ende der Kurve fest verankert bleibt, stieg die Rendite 10-jähriger US-Treasuries seit Jahresbeginn in der Spitze um 25 bp. an. Die Steilheit zwischen den Laufzeiten zwei und zehn Jahren erreichte damit Werte, die zuletzt Mitte 2017 verzeichnet wurden. Dies veranlasste die Federal Reserve bisher nicht dazu eine Kontrolle der Renditekurve herbeizuführen. Einer neuerlichen „Operation Twist“ (Kauf länger laufender US-Bonds, finanziert aus dem Verkauf kürzerer Papiere), wie sie der ehemalige Notenbankchef Ben Bernanke im September 2011 einführte, wurde bislang eine Absage erteilt. Fraglich ist allerdings, ab welchem Niveau der Widerstand gegen eine Neuauflage bröckeln könnte. Sollte ein Niveau jenseits der 1,5 % für die 10-Jahrespapiere überschritten werden, dürfte zumindest die Diskussion neue Nahrung erhalten und eine allzu starke Bewegung am langen Ende dämpfen.

Abbildung 3: Breakeven-Inflation und Realrendite (USA)




Quelle: Refinitiv Datastream

In Europa wurde die Bewegung zwar nachvollzogen, das Ausmaß des Zinsanstieges sowie die Versteilerung bewegten sich jedoch auf weitaus geringerem Niveau. Der Einstieg in eine Kontrolle der Zinskurve wurde hier verbal bereits vollzogen. So sprach die EZB-Vorsitzende Christine Lagarde bereits im November auf ihrer Sintra-Rede mehrfach von einem Fokus auf „financing conditions“ und argumentierte für ein Gegenhalten bei steigenden Marktzinsen. Dies sind deutliche Hinweise darauf, dass Refinanzierungskonditionen, nicht nur von Staaten, ein Kernfokus sind. Dazu zählen v.a. auch relativ flache Zinskurven.

 Reflations-Trade bestimmt die ersten Handelstage des neuen Jahres

 Rückenwind für Risiko-Assets durch steigende Breakevens und niedrige Realrenditen

 EZB bereits näher an Zinskurvenkontrolle als die Fed

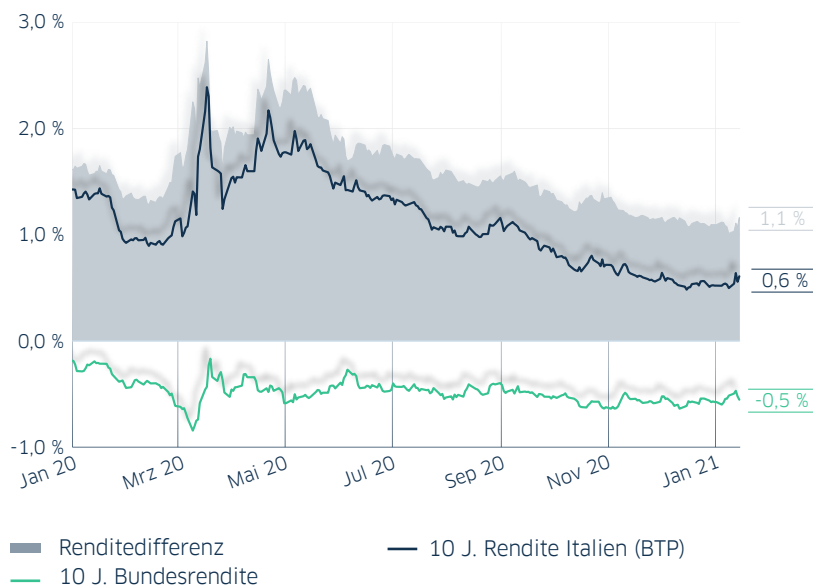
Mit dem „Pandemic Emergency Purchase Programme“ (PEPP) steht bereits ein geeignetes Instrument zur Verfügung. Zwar erscheint es unwahrscheinlich, dass die EZB ein offizielles numerisches Ziel für die Kurvenkontrolle ausgibt, aber die große Flexibilität des PEPP erlaubt eine diesbezügliche Steuerung. Das Programm wurde auf der Dezember-Sitzung erwartungsgemäß nochmal deutlich um 500 Mrd. Euro auf nunmehr 1,85 Billionen Euro ausgeweitet.

Der anhaltend starke geldpolitische Rückenwind begünstigt weiterhin auch die Konvergenz innerhalb der Eurozone. Zumindest in Bezug auf Italien wurde dieser Trend jedoch zuletzt vorerst gestoppt. Gerade als der Renditeabstand zwischen italienischen Staatsanleihen (BTP) und deutschen Bundesanleihen am 10-Jahrespunkt im Begriff war, die Marke von einem Prozentpunkt zu unterschreiten, zog Matteo Renzi, der Vorsitzende der Partei Italia Viva seine Minister aus der Regierung zurück. Damit fehlt dieser aktuell eine Mehrheit, woraufhin BTPs leichte Schwäche zeigten. Allerdings hält sich die am Markt zu beobachtende Risikoaversion gegenüber Italien bislang stark in Grenzen. Wie handlungsfähig die aktuelle Minderheitsregierung aber tatsächlich ist, muss sich zeigen. Neuwahlen im Jahr 2021 rücken damit wieder in den Bereich des Möglichen. Bei anhaltender Unsicherheit käme auch ein Rating-Downgrade wieder in Betracht. Dieses wäre gleichbedeutend mit einem Verlust des Investment Grade-Status und einem in Folge erzwungenen Verkauf bei vielen Anlegern. Bei einem solchen Repricing würden attraktive Einstiegschancen entstehen, da der Sog durch EZB-Käufe sowie der europäische Aufbauplan (Next Generation EU) wieder eine Gegenbewegung begünstigen würden.



## Politische Risiken in Italien steigen wieder

Abbildung 4: Renditeabstand Deutschland und Italien



Quelle: Refinitiv Datastream



## Unternehmensanleihen

Europäische Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating erzielten im vergangenen Jahr eine solide Gesamtperformance von nahezu 3 %.

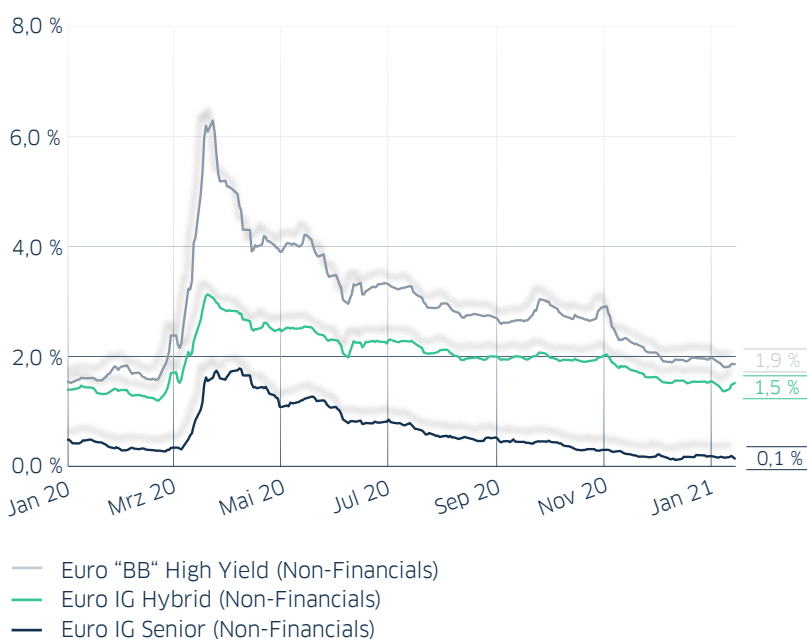
Erst spät im Jahr drehten High Yield-Bonds ins Plus. Vor allem dank der von den Impfstoff-News getriebenen Rally im November stand am Ende aber ein Gesamtertrag von 2,5 % bei Euro-denominierten High Yield-Bonds der „BB“-Ratingkategorie zu Buche.

Sorgen bereiten die weiterhin niedrigen Renditen. Euro-denominierte Investment Grade-Bonds (ohne Nachträge) liegen hier mittlerweile nur noch knapp über 0,1 %. Mehr als 40 % der im entsprechenden Index enthaltenen Anleihen weisen dabei eine negative Rendite auf. Damit bleibt die Suche nach auskömmlichen Erträgen das beherrschende Thema der Assetklasse. Dies führte zuletzt zu einer Outperformance derjenigen Bonds, die noch deutlich über der Nulllinie rentieren.



Investment Grade-Renditen auf historischen Tiefs und nur knapp über Nulllinie

Abbildung 5: Entwicklung Corporate-Bondrenditen (Euro)



Quelle: Refinitiv Datastream

Was derzeit für Credits spricht, ist die günstige Angebot- und Nachfrage-Konstellation. Auf der einen Seite benötigen viele Anleger v.a. länger laufende Credits, trotz geringer Renditen, wegen des Pickups zu Staatsanleihen. Zudem steht die EZB als potenter Nachfrager bereit. Auf der Angebotsseite ist 2021 hingegen mit einem Rückgang zum Vorjahr zu rechnen, in welchem ein rekordhohes Volumen neuer Anleihen begeben wurde.

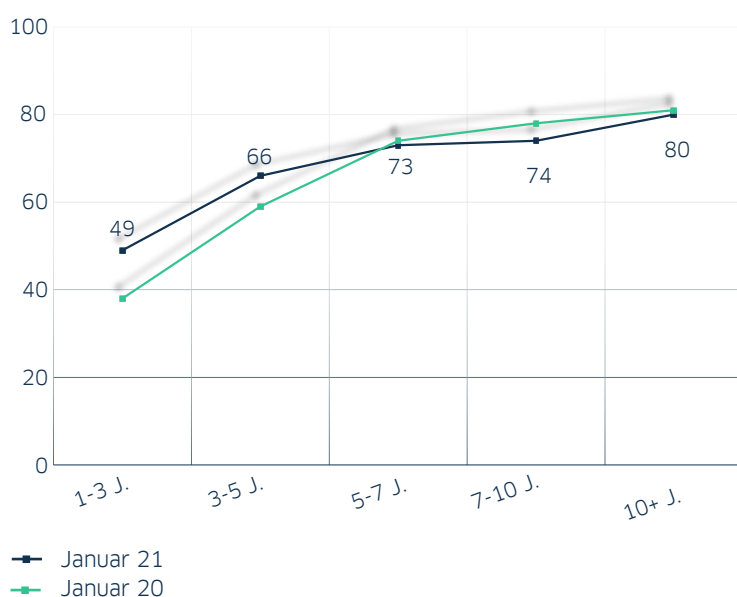
Noch deutlicher dürfte das Missverhältnis bei Green- und Social-Bonds bleiben. Zwar ist deren Angebot zuletzt deutlich ausgeweitet worden, kann mit der anziehenden Nachfrage aber noch nicht mithalten. Für die Emittenten bedeutet das tendenziell geringere Neuemissionsprämien gegenüber herkömmlichen Anleihen.



Ausgeblendet werden derzeit die noch lauernden Risiken, im Wesentlichen die anhaltenden Auswirkungen der Corona-Pandemie. Aus fundamentaler Sicht bleiben diese in Europa das derzeit größte Risiko. In Bezug auf den Brexit konnte hingegen in letzter Minute eine halbwegs tragbare Lösung erzielt werden, die einen komplett ungeordneten Austritt aus der EU verhindert. Nichtsdestotrotz bleibt hier viel Spielraum zu Adjustierungen und Nachverhandlungen, was aber kurzfristig kein größeres Risiko darstellen sollte.

Aus Bewertungssicht beinhaltet vor allem die Zinskomponente Performance-Risiken für Credits. Bereits ein geringer Anstieg reicht bei extrem niedrigen Renditen aus, die Gesamtperformance, trotz stabiler Spreads, in den negativen Bereich zu drehen. Daher ist derzeit eine zurückhaltende Allokation gegenüber Investment-Grade Emittenten angeraten. Dabei erscheint vor allem der mittlere Laufzeitenbereich viel zu flach. Der Anlagefokus sollte sich auf eine Kombination des kurzen und des langen Endes der Credit-Kurve richten. Dabei sollte die entstehende Gesamtduration jedoch maximal im Bereich des Indexwertes (knapp sechs Jahre) liegen.

Abbildung 6: Euro Corporate-Bondspreads über Swapkurve (in bp.)



Quelle: Refinitiv Datastream

Etwas optimistischer stellt sich die Einschätzung des High Yield-Sektors dar. Allerdings gilt es, innerhalb der Subassetklasse zu differenzieren. Ausfallrisiken für den Gesamtmarkt im laufenden und auch den kommenden Jahren könnten derzeit unterschätzt werden. Ein erhöhtes Niveau an Default Rates wären zwar eine Belastung für den Gesamtmarkt. Durch einen Fokus auf stringente Einzeltitelselektion und eine Bevorzugung der besten High Yield-Ratingkategorie („BB“) kann dieses Risiko jedoch deutlich gemindert werden.

In diesem Zusammenhang kommen weiterhin auch Hybridanleihen als Anlagealternative in Frage, trotz zuletzt bereits guter Performance. Oftmals ist die Rendite von klassischen „BB“-Senioranleihen vergleichbar mit „BB“-bewerteten Nachrängen. Letztere verfügen jedoch über ein besseres Emittentenrating (meist zwei Ratingnoten) und damit über eine geringere Ausfallwahrscheinlichkeit.

---

**Selektion innerhalb des High Yield-Segments essentiell**

---

## Emerging Markets Anleihen

Hartwährungsanleihen von Schwellenländern konnten vom positiven Risikosentiment bis zum Jahresende 2020 profitieren. Der Ausgang der US-Wahl beflügelte die Assetklasse und ließ deren Renditen weiter deutlich sinken. In US-Dollar denominateden Staatsanleihen konnten somit 2020 eine Jahresperformance von 5,7% aufweisen.

Das überraschende Ergebnis der Senatswahl in Georgia wirkte jedoch zuletzt belastend. Dem daraus resultierenden Anstieg der US-Renditen konnten sich die Emerging Markets Anleihen nicht entziehen. Zusätzliche damit einhergehende fiskalische Stimuli seitens der US-Regierung müssen differenziert betrachtet werden. Weiter steigende US-Zinsen werden negative Auswirkungen haben. Zudem sinkt die relative Attraktivität der Assetklasse. Andererseits waren für die starke Performance nach der Zuspitzung der Pandemie vor allem die geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen der Industrienationen verantwortlich. Entsprechend könnten die Spreads der Assetklasse hiervon auch profitieren. Niedrige Realzinsen in den USA, welche vor allem höheren Inflationserwartungen geschuldet sind, wirken sich außerdem allgemein positiv auf Risiko-Assets aus.

Ein wesentliches Risiko für Schwellenländer stellt weiterhin die Covid-19-Pandemie dar. Im Vergleich zu den Industriestaaten sollte die Einführung der Impfstoffe deutlich später starten sowie die „Durchimpfung“ der Bevölkerung länger dauern. Ihre fiskalischen Möglichkeiten zur Bekämpfung der Auswirkungen sind begrenzt. Deutlich ansteigende US-Realzinsen wären ebenso negativ für die Assetklasse. Der Eintritt dieses Ereignisses wird von den Marktteilnehmern aktuell jedoch kaum erwartet. Darüber hinaus besteht für die asiatischen Länder ein großes Risiko in der zu optimistischen Bewertung der zukünftigen Beziehung zwischen China und den USA. Es wird von einem gemäßigten Ton unter der Präsidentschaft von Joe Biden ausgegangen. Ob dies jedoch zu einer Annäherung im Handelsstreit zwischen den beiden Staaten führt ist ungewiss. In den letzten Tagen hat die alte US-Regierung weitere Maßnahmen gegen Chinas Wirtschaft in Kraft gesetzt. Anleger werden entsprechend vermehrt ihren Fokus auf Aussagen der neuen US-Regierung gegenüber China legen.

Positiv für Rohstoffpreise und damit auch für Hartwährungsanleihen vieler Schwellenländer sollte der schwächere US-Dollar sein. Hiervon können vor allem die Staaten aus Lateinamerika profitieren. Eine Flut an Neuemissionen in den ersten Wochen des Jahres begrenzt aber auch dieses Potential.

Emerging Market-Bonds mit besseren Ratings haben vielfach bereits eine starke Performance gezeigt und die Krise bewertungsseitig aufgeholt. Weiteres Einengungspotential erscheint daher begrenzt. Aufgrund der fundamentalen Herausforderungen bietet sich bei den schwächeren Bonitäten mit derzeit noch attraktiveren Renditeniveaus jedoch lediglich eine sehr selektive Herangehensweise an.

## Fazit

Nach einem fulminanten Start ins neue Jahr zeigten Risiko-Assets zuletzt zwar erste Ermüdungserscheinungen, diese hielten sich jedoch bislang in engen Grenzen.

Nachdem der Aktienmarkt im November von der Hoffnung auf baldige Impfstoffverfügbarkeit beflügelt war, trieben zu Jahresbeginn die Aussichten auf weitere Konjunkturlösungen in den USA den Markt an. Vor allem zyklische Titel konnten profitieren.



---

**Bonitätsstärkere  
Emerging Market-  
Bonds bereits auf  
hohen Bewertungs-  
niveau**

---

Zuletzt wurden Risiken stark ausgeblendet. Auf dem aktuellen Kursniveau können aber v.a. Verzögerungen bei der erhofften wirtschaftlichen Erholung zu Rücksetzern führen. Diese würden wir allerdings zur Aufstockung der Aktienquoten nutzen. Vorerst bleibt die Allokation im Income-Portfolio unverändert.

Im Zuge des Reflations-Trades zu Jahresbeginn kam es bei Staatsanleiherenditen zu einer Aufwärtsbewegung. Diese ging wesentlich von den USA aus, wo 10-jährige Treasury-Renditen mittlerweile wieder über 1 % notieren. In Europa wurde die Bewegung zwar nachvollzogen, blieb aber im Ausmaß deutlich geringer. Das Renditeniveau des Indexes für europäische Staatsanleihen ist mit -0,2 % weiterhin extrem niedrig. Damit bleibt es bei einer Untergewichtung europäischer Staatsanleihen.

Das Problem niedriger Renditen bleibt auch bei Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating bestehen. Akute Risiken werden demnach kaum noch adäquat gepreist. Derzeit sprechen vor allem technische Faktoren für Credits. Das niedrige Renditeniveau lässt jedoch wenig Spielraum für adverse Entwicklungen, weshalb wir zurückhaltend bleiben. Etwas zuversichtlicher ist die Einschätzung für renditestärkere Bereiche der Assetklasse. Neben High Yield-Anleihen besserer Qualität bleibt es vor allem bei der Präferenz für Nachträge.

Anziehende US-Zinsen seit den Senats-Nachwahlen in Georgia haben Anleihen aus Emerging Markets belastet, nachdem zuvor ein positives Risikosentiment der Assetklasse zu einem starken Abschluss des Jahres verhalf. Aussichten auf eine wirtschaftliche Erholung und die anhaltende Suche nach Rendite (siehe negative US-Realrenditen) bleiben Stützungsfaktoren für die Assetklasse. Das bereits hohe Preisniveau vieler Emittenten begrenzt aber weitere Upside.

Die Ausrichtung des Income-Portfolios bleibt somit gegenüber der letzten Ausgabe vom November unverändert bestehen. Die erhöhte Kassenhaltung soll erst bei deutlicheren Korrekturen von ca. 10 % zur Erhöhung des Risikos, dann vor allem mit Aktien, eingesetzt werden.



Ihr  
Frank Hagenstein

Income Portfolio	Anteil neu	Delta
Corporates EUR-IG	22,5 %	-
Corporates USD-IG	0,0 %	-
Corporates EUR-HY	22,5 %	-
Corporates USD-HY	10,0 %	-
EM-Anleihen (Hartwhg.)	20,0 %	-
Aktien Europa/USA	10,0 %	-
Cash	15,0 %	-



Income-Portfolio  
unverändert

## 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  
Tim Rudlaff, CFA

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@  
LBBW.de**

### Redaktionsschluss:

21.01.2021