



LBBW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für September

Die Geschäftsführung
LBBW Asset Management

07. September 2023 | Ausgabe 9 /2023

Sehr geehrte Investoren,

mit unserem "Taktischen CIO View" beleuchten wir im monatlichen Rhythmus die aktuelle Situation an den Kapitalmärkten, analysieren branchenrelevante Themen und geben einen strategischen Ausblick. Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.



Die Geschäftsführung der
LBBW Asset Management
Uwe Adamla (Vorsitzender)
Dr. Dirk Franz (Stellv. Vorsitzender)



Positionierung für den September

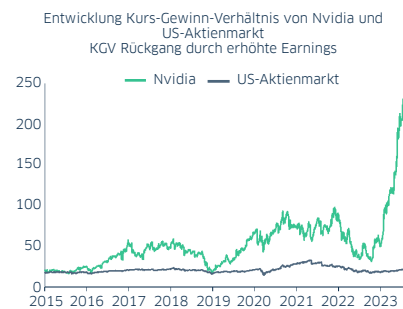
Mit dem Monat September steht ein historisch schwieriger Börsenmonat vor der Tür, der in der Vergangenheit häufig zu einer erhöhten Volatilität von Risk Assets geführt hat. Mit diesem saisonalen Effekt vor der Brust und den sich weiter eintrübenden globalen Wirtschaftsaussichten wird das Risiko im LBBW AM Investment Portfolio weiter reduziert. Trotz eines schwächeren Aktienmonats im August hat sich fundamental nicht viel an den Aktienmärkten getan, was weiterhin gegen eine Ausweitung der Quoten spricht. Der Markt wird nach wie vor von wenigen, vor allem technologielastrigen

Unternehmen gestützt und bleibt somit in der Breite anfällig für Rückschläge. Beispiel: Ein Kurs- Gewinnverhältnis von über 115 bei der Aktie des Chipherstellers Nvidia lockt Investoren nicht mehr so einfach hervor. Hier scheint bereits viel von der „AI-Mania“ im Kurs eingepreist. Das erinnert in einigen Zügen an die Situation in 2000, als die Internetphantasie viele Technologieaktien auch mit viel Vorschusslorbeeren versehen hat. An das Ende können sich die älteren Kapitalmarktanleger unter uns noch gut erinnern.

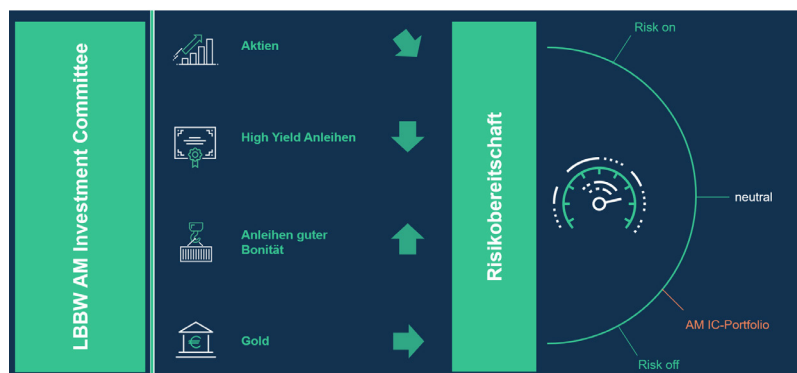
Daher reduzieren wir die Quoten im Aktienbereich, sodass Aktien in Summe untergewichtet werden. In der regionalen Aufstellung ändert sich wenig. Europa wird mit den präsenten Risiken nach wie vor hinter den USA und Japan gesehen. Das Untergewicht in High Yield Anleihen bleibt ebenfalls bestehen und reduziert die Spread und Liquiditätsrisiken im Portfolio. Auf der Gegenseite wird Duration in europäischen und amerikanischen Staatsanleihen gekauft, was der Entwicklung des Portfolios in Zeiten höherer Schwankungen helfen sollte, wenn die historisch negative Korrelation hält. Als Renditebringer fungieren Unternehmensanleihen mit guter Bonität im mittleren Laufzeitensegment. Die Untergewichtung in Gold wird abgebaut und auf neutral gestellt, was den vorsichtigen Charakter des Gesamtportfolios nochmal unterstreicht.

Das Risiko im IC Portfolio wird somit weiter reduziert, was dazu führt, dass neben den spekulativen High Yield Anleihen nun auch die liquiden Aktien in Summe untergewichtet sind. Insbesondere die High Yield Anleihen haben sich im bisherigen Jahresverlauf sehr gut gehalten. Sie neigen aber auch in Rezessionsphasen zu massiven Spreadausweitungen. Chance-Risiko erscheint uns daher hier äußerst ungünstig. Als Ausgleich bleibt die Duration bei Staatsanleihen (Europa und USA) sowie in guten Unternehmensanleihen weiter überdurchschnittlich, wodurch das Portfolio von Zinsrückgängen überproportional partizipieren würde. Somit entsteht ein defensives Portfolio, welches durch die hohe laufende Rendite ein aus unserer Sicht sehr gutes Chance - / Risikoverhältnis aufweist.

Abbildung 1: Kurs-Gewinn-Verhältnis von Nvidia und US-Aktien zum Vergleich.



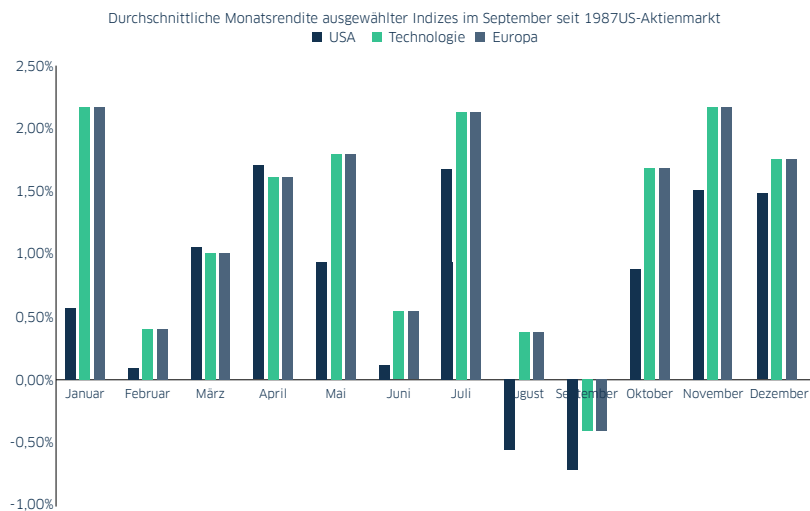
Quelle: Bloomberg



Aktuelles

Der Monat September hat in der Börsenhistorie den Ruf, als ein negativer Anlagemonat zu gelten. Und tatsächlich sind die durchschnittlichen Renditen im September im US Aktienmarkt die niedrigsten im ganzen Jahr. Dabei ist es irrelevant, welche Zeiträume betrachtet werden, da sich das Bild auf 5, 10 oder 20 Jahre bestätigt. Im vergangenen Jahr verlor der breite US-Markt beispielsweise 9,2% an Wert.

Abbildung 2: Durchschnittliche Monatsrendite ausgewählter Indizes im September seit 1987

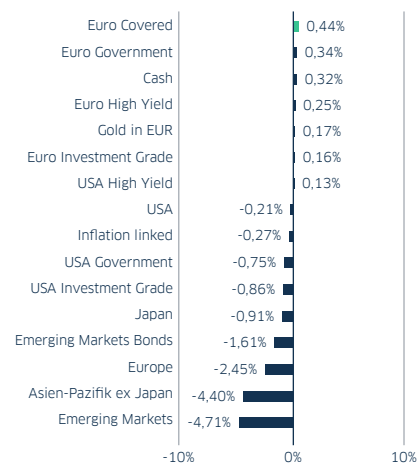


Quelle: Bloomberg; LBBW AM

Auch wenn Ausnahmen die Regel bestätigen, sollten alte Börsenweisheiten im Hinterkopf behalten werden, da die Kapitalmarktteilnehmer in Summe dazu neigen, dies mit in ihre Anlageentscheidungen und -handlungen einzubeziehen. So verharret die Bewertung im aktuellen Konjunkturmilieu trotz der Rücksetzer an den Aktienmärkten am oberen Rand. Die US-Technologiewerte, welche primär das starke Aktienjahr prägen, notieren mit ihren KGVs (12-month-Forward Earnings) auf den Höchstständen der post Covid-Rally und lassen damit die europäischen Aktien deutlich hinter sich. Diese starke Entwicklung ist vor dem Hintergrund des sich wechselnden Regimes der Geldpolitik interessant. So wurden die Märkte nach dem Covid-Crash massiv gestützt und die Zinsen niedrig gehalten. Das derzeitige Umfeld zeigt in die entgegengesetzte Richtung. Europäische Aktien sind derzeit mit einem Discount von ca. 34% der Forward PE's im Vergleich zu den US Werten zu erwerben. Dies ist historisch gesehen ein Extremwert. Im August bestätigte sich aber die Position des ICPortfolios und die europäischen Werte waren erneut schwächer als die US-Pendants. Am besten hielten sich mit einem Minus von -1,62% die Technologiewerte, welche unter anderem von starken Zahlen des US-Chipherstellers Nvidia unterstützt wurden. Mit Blick auf Asien bestätigte sich abschließend der schwache August. Vor allem der chinesische Aktienmarkt zeigte sich hier erneut schwach, nachdem es in den vergangenen vier Wochen auf dem Festland um -6,21% und in Hong Kong um -8,45% nach unten ging. Weitere Zinssenkungen und eine Unterstützung für den angeschlagenen Immobiliensektor, der zu einem großen Teil für das chinesische BIP sorgt, sollen aber zeitnah umgesetzt werden. Nach wie vor schwächelt der Konsum und China steht am Rande einer Bilanzrezession, in welcher Unternehmen aber auch private Haushalte sich auf den Schuldenabbau konzentrieren und somit weniger Geld für Konsum und Investitionen zur Verfügung steht. Dies würde die derzeitige Situation weiter verschlechtern.

Wenn derzeit von Extremwerten gesprochen wird, dann häufig im Kontext der inversen Zinskurve. Diese hat sich im abgelaufenen Monat leicht zurückgebildet, bei gleichzeitig steigenden Zinsen. Ein solches Umfeld wird als „Bear Steepening“ bezeichnet. Die 10 Jahre laufenden US-Staatsanleihen stieg in der Spitze im August auf 4,35% und die Bundrendite auf 2,72%, um im Monatsverlauf wieder

Abbildung 3 – Performance IC Asset Klassen im August 2023



Quelle: Bloomberg; Aktienperformance in EUR / Rentenperformance EUR hedged

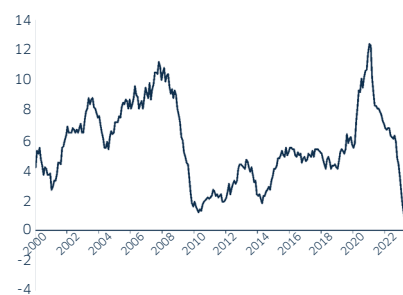
leicht niedriger zu rentieren. Das Zinsniveau wirkt insgesamt aber belastend. So steigen derzeit die Zinskosten der Vereinigten Staaten auf Niveaus, die zuletzt Ende der 90er Jahre erreicht wurden. Ca. 15% der Staatseinnahmen müssen für Zinsausgaben aufgewendet werden. Im Jahr 2016 lag der Wert noch bei ca. 6%. Aber auch private Haushalte trifft der negative Trend hart. 30 Jahre fix laufende Hypotheken stiegen von unter 3% innerhalb kürzester Zeit auf 7,5% an und setzen damit den Immobilienmarkt unter Druck. Dennoch ist der Konsum in den USA nach wie vor vorhanden, was auf die fiskalische Unterstützung und die hohen Sparraten nach Covid zurück zu führen sein dürfte. Allerdings kann sich dies vor dem Hintergrund einer Rekordverschuldung auf privaten Kreditkarten schnell umkehren, die derzeit einen Wert von 1 Bio. USD überschritten haben. Über all diese Unwägbarkeiten konnten sich die internationalen Notenbanker beim diesjährigen Jackson Hole Symposium in Wyoming austauschen. Das Zentralbankentreffen führte jedoch nicht zu bedeutenden neuen Erkenntnissen. Jerome Powell hält mit den Worten „keep it restrictive until the job is done“ an der Zinspolitik fest, solange die Inflationsrate nicht auf dem 2%-Ziel angelangt ist. Auch Christine Lagarde ließ sich vor der Sitzung im September nicht in die Karten blicken und hält an der datenabhängigen Entscheidungsfindung des Komitees fest. Die Zinsmärkte preisen für die Fed und die EZB einen jeweils weiteren Zinsschritt nur noch mit einer Wahrscheinlichkeit von ca. 11,3% bzw. 19,5% ein. Gleichzeitig fällt die Wachstumsrate der M2 Geldmenge in den USA und Europa auf ein Rekordtief, welches in der Historie bis in die 60er Jahre hinein nie gesehen wurde.

Am Rohstoffmarkt konnte Öl Brent sich weiter erholen und schloss den Monat 2,24% höher ab, was primär an den Aussagen zur Fördermengenbegrenzung liegen dürfte und weniger an einer sich global erhöhenden Nachfrage. Gold gab in diesem Umfeld 1,27% nach, was zur Positionierung des IC-Portfolios passte. Der US-Dollar profitierte von der höheren Volatilität und konnte zum EUR um 1,4% aufwerten.

Exkurs: Inverse Zinstrukturkurve und die Implikationen für die Geldanlage daraus

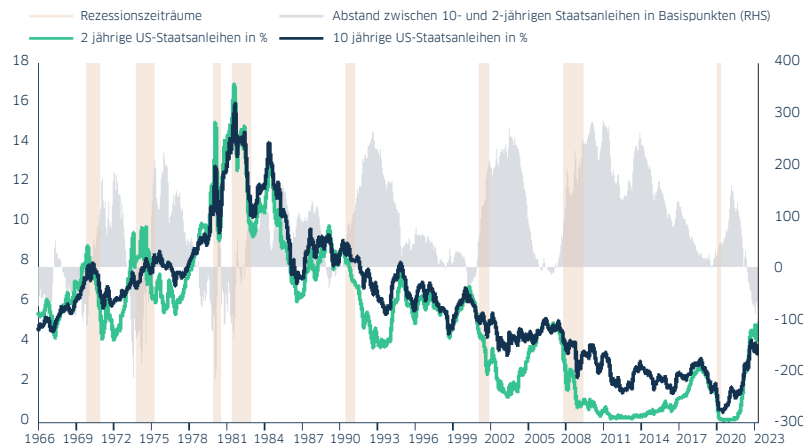
Das derzeitige Umfeld mit den bestehenden Herausforderungen und Extremwerten führte in den letzten Monaten zu einem sich verändernden Anlegerverhalten. Die außerordentlich hohen Inflationsraten mündeten in einer Abkehr der Nullzinspolitik und sorgen dafür, dass der risikofreie Zins deutlich angestiegen ist – u.a. über ein Niveau, was von vielen Kapitalanlegern als langfristige Ertragserwartung an ihr Portfolio gesehen wird. Gleichzeitig erscheinen durch die inverse Zinskurve die kurzen Renditen optisch attraktiver als längere Laufzeiten, insbesondere auch, wenn man das zugrundeliegende Risiko mitberücksichtigt.

Abbildung 4 – Eurozone Geldmenge M2 jährliches Wachstum



Quelle: Bloomberg

Abbildung 5: Zinskurven der 2- und 10-jährigen US-Staatsanleihen

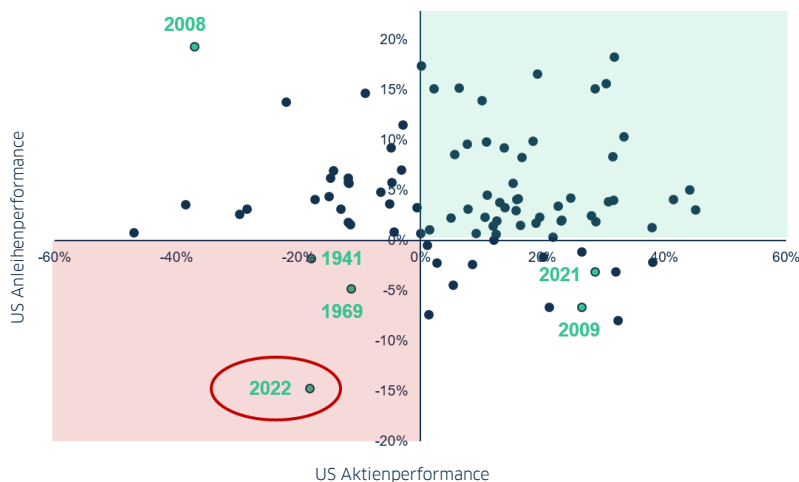


Quelle: Datastream; JPM Research

Dies führt bei verunsicherten Anlegern, die im Jahr 2020 und 2022 massive Kursrückgänge von Aktien und Anleihen verkraften mussten, zu vermehrten Investitionen am kurzen Ende der Zinskurve mit Laufzeiten bis zu 2 Jahren. Ein Investment in ein Mischmandat, bestehend aus Aktien, Staats- und Unternehmensanleihen sowie Rohstoffen erscheint vor dem Hintergrund möglicher Kursschwankungen auf den ersten Blick unattraktiv. Dabei werden das Wiederanlagerisiko und die Diversifikationseffekte systematisch vernachlässigt, was sich bei einer Normalisierung der Zinskurve rächen könnte. In der Vergangenheit lösten sich inverse Zinsstrukturkurven meistens in Phasen fallender Zinsen (sogenanntes Bull Steepening) auf. Sprich das Zinsniveau fällt in Summe, aber am kurzen Ende (aufgrund von Zinssenkungen der Notenbanken um die strauchelnde Wirtschaft zu unterstützen) stärker als am langen Ende. Der Investor, der ausschließlich kurz angelegt hat, muss nach Ablauf seiner Anlage sein Kapital zu deutlich niedrigeren Zinssätzen anlegen und konnte nicht von den Zinsrückgängen in der Zwischenzeit am langen Ende über Kurssteigerungen partizipieren.

Darüber hinaus ist eine Marktentwicklung, wie sie im Jahr 2022 zu beobachten war, im historischen Kontext eine absolute Ausnahme. Die in diesem Ausmaß fehlende Korrelation zwischen Aktien und Anleihen war ein „Jahrhundertevent“ und von Sondereffekten getrieben. Normalerweise werden schlechte Aktienmärkte von guten Anleihemärkten begleitet. Nach mehr als einem Jahrzehnt Null- bzw. Negativzinspolitik entluden sich die durch die Inflation ausgelösten Spannungen in einem Sprungprozess in kurzer Zeit und sorgten für negative Renditen in fast allen großen Anlageklassen. Es gab somit wenig Platz sich dem zu entziehen.

Abbildung 6: Die Rendite von Aktien und Anleihen im Jahr 2022 im historischen Kontext.



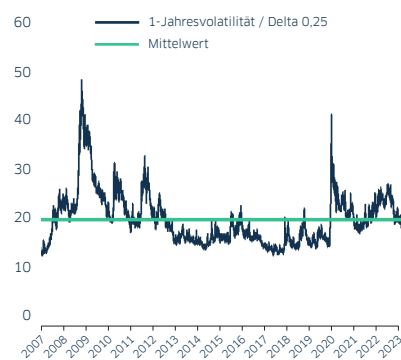
Quelle: Bloomberg; Lombard Odier

Gemischte Fonds aus Renten und Aktien bestehen jedoch durch ihre höhere langfristige Renditeerwartung und die Möglichkeit, breit zu diversifizieren. Ein Rückblick über die letzten 25 Anlagejahre bestätigt trotz Kurschwankungen eine mehrheitlich positive Performance in den jeweiligen Anlagejahren. Zusätzlich hat der Portfoliomanager die Möglichkeit, Zusatzbeiträge zu erzielen (Selektion, TAA, etc.), was einem normalen Anleger in diesem Umfang nicht möglich ist. Mit Blick auf die oben beschriebene Normalisierung der Zinsstrukturkurve ist festzustellen, dass vor allem die Anleihemärkte in den 36 Monaten nach dem Punkt der tiefsten Inversion besonders gut laufen, was an den generell fallenden Renditen in diesen Phasen zusammenhängt. Dies schlägt sich im Wiederanlagerisiko kurzer Anleihen nieder. Aber auch Aktien ziehen im Schnitt nach 12 bis 18 Monaten wieder an und sorgen für langfristig positive Renditebeiträge, was ebenso für ein ausbalanciertes Portfolio spricht. Anleger sollten daher die langfristige Überlegenheit von strategisch ausgerichteten Portfolios gegen die kurzfristige Sicherheit abwägen und die Risiken von Anlagen in Termingeldern oder kurzen Anleihen berücksichtigen, um real und nachhaltig an der Entwicklung der internationalen Kapitalmärkte zu partizipieren.

Die Positionierung im Detail

Mit der eingangs beschriebenen Saisonalität am Aktienmarkt und den sich weiter eintrübenden Konjunkturaussichten wie bspw. den PMI Daten von August wird das IC Portfolio noch etwas defensiver und baut Risiko Assets weiter ab. War das Portfolio im vergangenen Monat Aktien gegenüber neutral eingestellt, wird die Assetklasse nun untergewichtet. Dabei wird weiter ein regionaler Schwerpunkt auf USA und Japan gegenüber Europa gelegt. Auch wenn europäische Aktien aus Bewertungssicht und der relativen Entwicklung über die letzten Monate grundsätzlich das Potenzial hätten, antizyklisch aufzuholen, bleibt das Untergewicht im LBBW AM Investment Portfolio bestehen und wird im kommenden Monat neu bewertet. Zwar bleiben die teuer bewerteten Technologieaktien v.a. in den USA anfällig für Korrekturen, in Summe zeigt sich aber, dass der breite amerikanische Aktienmarkt in Zeiten fallender Kurse relativ gesehen zu Europa besser abschneidet.

Abbildung 7: 1-Jahresvolatilität / Delta 0,25 der US-Aktien



Quelle: Bloomberg

Insbesondere für Europa sehen wir bei einem weiteren Rückgang des fundamentalen Umfeldes das Risiko von deutlicheren Einbrüchen beim Ergebniswachstum in der Breite.

Bei den Branchen muss konstatiert werden, dass klassische Value-Aktien in diesem Jahr erneut zurückgeblieben sind. Langfristig erscheint dies nicht gerechtfertigt, weshalb man in diesem Bereich durchaus Positionen aufbauen kann. Sollte der Markt aus seiner Seitwärtsbewegung ausbrechen, kann dies u.U. sprunghaft geschehen, weshalb der Einsatz von Optionalität weiterhin sinnvoll ist - vor allem vor dem Hintergrund, dass die Aktienvolatilität trotz eines leichten Anstiegs im August nach wie vor günstig ist. Der Kauf von Optionen auf Aktien(-indizes) kann daher im Portfoliokontext weiterhin sinnvoll eingesetzt werden, um entweder das Risiko weiter steigender Aktienkurse abzusichern (Kauf von Calls), oder eben um das Risiko von einem stärkeren Kurseinbruch (Kauf von Puts) deutlich abzumildern. In den letzten Monaten hätte bzw. hat diese Strategie aber Performance gekostet, wenn man die Optionen nur als „held-tomaturity“ einsetzt. In einem Multi Asset-Portfolio lassen sich die Kosten durch geschicktes Handeln („Gamma-Trading“) oder auch durch Carry bei Rentenanlagen zumindest reduzieren.

Dem chinesischen Aktienmarkt wird das Risiko einer „Japanifizierung“ und der Chance auf eine Deflationsfalle zugeschrieben. Zudem zeigen die Stimuli der Regierung noch keine Wirkung, weshalb wir den Markt vorerst meiden. Mit Blick auf die kommenden Jahre wird China zur größten Volkswirtschaft der Welt aufsteigen, weshalb die Region grundsätzlich nicht zu vernachlässigen ist. Kurzfristig überwiegen mit dem schwächelnden Immobiliensektor, dem zurückhaltenden Konsum und natürlich auch der politischen Komponente noch die negativen Punkte.

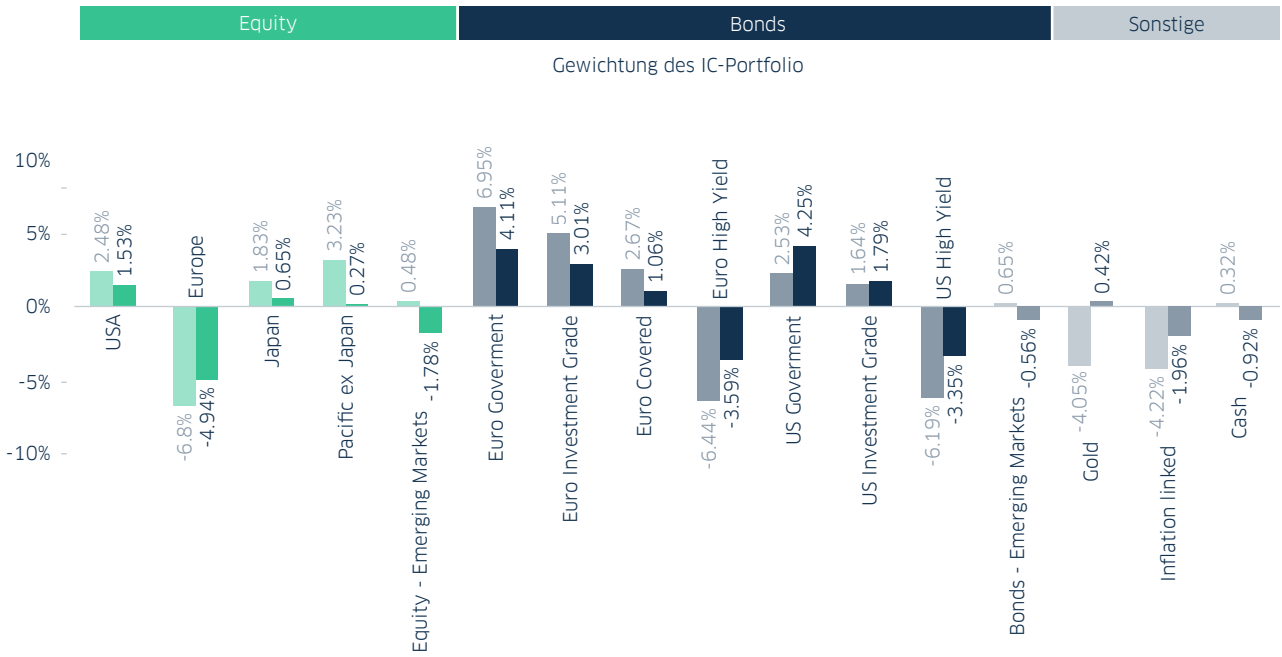
Mit Blick auf die Risikoprämien von Aktien und der Tatsache, dass die 3-Monatsrendite von US-Staatsanleihen über der Gewinnrendite des amerikanischen Aktienmarkts notiert, spricht aus relativen Gründen einiges für Anleihen. Zudem fungieren sie durch die negative Korrelation als Stabilisator, wenn es am Aktienmarkt turbulenter wird. Sowohl die Konsumenten- als auch die Produzentenpreise weisen in die richtige Richtung - auch wenn die Dynamik zuletzt etwas nachgelassen hat (was nicht zuletzt auch an Basiseffekten festgemacht werden konnte). Während in den USA das Zinshoch am kurzen Ende erreicht sein sollte, wird die EZB vermutlich erstmal pausieren, um daraufhin einen evtl. letzten Zinsschritt vorzunehmen. Das IC Portfolio bleibt damit Durationsrisiken long und sucht diese in europäischen Staatsanleihen, bspw. langen Spanien-Anleihen mit Renditen von mehr als 4% und amerikanischen Treasuries. Nach wie vor notieren die Renditen von europäischen Investmentgrade Anleihen mit über 4,3% ca. eine Standardabweichung über den langjährigen Mittelwerten. Somit dienen die Anleihen im Gesamtportfolio klar als Renditebringer und erhöhen den laufenden Ertrag des Portfolios. Diese Carry in Verbindung mit der nach wie vor hohen Zinsvolatilität, die auf diesen Niveaus verkauft werden kann, kann zur Subvention von Prämien im Aktienmarkt dienen (siehe Ausführungen oben), um sich gegen Kurssprünge abzusichern. High Yield Anleihen konnten in diesem Jahr gut performen. Allerdings wird die Luft mit den derzeitigen Spreads dünner und die Assetklasse wird zur Reduzierung von Spread- und Liquiditätsrisiken reduziert. Zum einen gehen wir im aktuellen Konjunkturzyklus weiterhin von einem Anstieg der Defaulttraten aus, zum anderen wird diese Assetklasse illiquider, wenn

sich das Kapitalmarktumfeld verschlechtert. Die laufende Verzinsung erscheint auf den ersten Blick zwar absolut attraktiv, sie kompensiert aus unserer Sicht aber nicht für die in der Assetklasse enthaltenen Risiken. Wir fokussieren uns daher weiter auf solide und cash-flowstarke Unternehmen besserer Bonitäten. Wenn wir im Bereich der höherrentierlichen Anleihen Chancen sehen, dann ist das im Bereich der Hybridanleihen von Industrieunternehmen. Diese sind zwar nachrangig und bergen grundsätzlich ein höheres Ausfallrisiko. Wenn man diese Instrumente aber nur von Emittenten erwirbt, bei denen man keine bzw. nur eine sehr niedrige Ausfallwahrscheinlichkeit ansetzt, dann sind die Überrenditen in diesem Bereich auch im aktuellen Kapitalmarktumfeld zumindest langfristig sehr attraktiv.

Gold spielt seine Stärke als Diversifikator derzeit nur bedingt aus. Mit der anstehenden Hochzeitssaison in Indien und mit Blick auf das Jahresende steht eine saisonale Goldnachfrage zur Verfügung, die den Preis von hier aus stützen könnte. Daneben bleibt Gold bei Zentralbanken immer eine gefragte Anlageklasse. Dies lässt sich vor allem bei autoritären Ländern jüngst nachweisen. Des Weiteren sollte Gold von dem auslaufenden Zinserhöhungszyklus grundsätzlich profitieren. Im IC Portfolio wird Gold daher von einem Untergewicht wieder auf neutral gesetzt.

Es bleibt somit bei einem Risk-Off Portfolio, was im Vergleich zum Juli durch ein Untergewicht in Aktien und eine neutrale Quote in Gold noch defensiver wird. Wir tragen damit nicht nur der Saisonalität Rechnung, sondern sehen die Chancen auf weitere Kursanstiege bei Risk Assets in dem aktuellen Umfeld als begrenzt an. Im Gegenzug hat sich an den generellen Risiken für das globale Wachstum und insbesondere den Kapitalmarkt in Anbetracht der aktuell teuren Bewertungen nichts geändert. Nichtsdestotrotz werden auch Chancen am Kapitalmarkt gesehen, weshalb wir bei Staatsanleihen und guten Unternehmensanleihen auch weiterhin Übergewichtet sein wollen. Wir erachten die vermeintliche risikoreduzierende Anlage in Cash langfristig als nicht sinnvoll an (siehe Exkurs). Sollten die Aktienmärkte im September zu erhöhter Volatilität neigen, sollte sich das IC-Portfolio deutlich besser entwickeln. Die Risiken des Portfolios liegen auf der einen Seite in einem No Landing der globalen Wirtschaft und auf der anderen Seite in einer sich deutlich erhöhenden Inflation. Inwiefern sich das im laufenden Monat aber herauskristallisieren könnte, bleibt unseres Erachtens eher unwahrscheinlich.

Abbildung 8 – Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Hellere Baken zeigen den Vormonat. Stand 01.09.2023

Mit freundlichen Grüßen
Geschäftsführung LBBW Asset Management

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
Daniel Kutschker, CEFA
Sven Engelhardt, CIIA, CEFA
Qingzi Guo

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**Taktischer_CIO_View@
lbbw.de**

Redaktionsschluss:

07.09.2023