



# LBBW

Bereit für Neues

## Taktischer CIO View

### Investmentstrategie für Dezember

Die Geschäftsführung  
LBBW Asset Management

07. Dezember 2023 | Ausgabe 12 /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)  
**Michael Hünseler**  
**Ulrike Modersohn**



## Positionierung für den Dezember

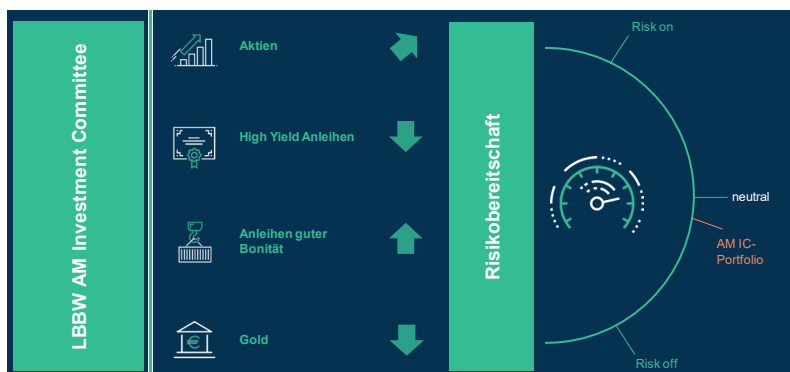
Nach einem schwachen Oktober kamen die Aktien- und Rentenmärkte im November mit aller Kraft zurück und ließen das zuletzt angeschlagene „klassische“ 60/40-Portfolio (60% Renten und 40% Aktien) dank einer positiven Korrelation deutlich ansteigen. Die lange Duration in europäischen und amerikanischen Staatsanleihen zahlte sich daher ebenso im AWM Investmentportfolio aus, wie die auf niedrigem Niveau etwas konstruktivere Positionierung in Industrieländer-Aktien. Neben der Erläuterung der aktuellen Positionierung wird im aktuellen CIO View ein Ausblick auf die mögliche europäische

Aktienmarktentwicklung im Jahr 2024 gegeben und warum Anleger durchaus für diese Assetklasse positiv gestimmt sein können.

Mit Blick auf den Dezember und in Erwartung des anhaltenden Momentums von Aktien und Renten wird die Aktienquote in Summe leicht erhöht und damit Übergewichtet. Die Saisonalität in Verbindung mit rückläufigen Finanzierungskosten sprechen bis Jahresende für konstante bzw. leicht steigende Aktienmärkte, wenngleich ein großer Teil der Jahresend rally vermutlich bereits im November stattgefunden hat. Das Risiko einer Korrektur sollte zwar berücksichtigt werden, kann aber mit äußerst günstigen Put-Optionen dank Volatilitäten, die auf Jahrestiefständen stehen, kosteneffizient abgesichert werden. Das hohe Durationsübergewicht wird beibehalten, aber auf aktuellen Niveaus etwas reduziert, um Gewinne mitzunehmen. Das Untergewicht in High Yield-Anleihen wird nach einem äußerst positiven Monat nochmals deutlich ausgebaut und steht damit der etwas höheren Aktienquote gegenüber. Neben dem schwächeren Makroumfeld, der nicht besonders günstigen Bewertungen von manchen Aktien, niedrigen Spreads, sprich eher teure Unternehmensanleihen und geopolitische Risiken spricht eine Vielzahl von Argumenten gegen eine deutliche Ausweitung des Risikos im Portfolio. Zudem erscheint die Stimmung im Hinblick auf den Januar 2024 sehr optimistisch zu sein und die heute schon eingepreisten Zinssenkungen könnten Enttäuschungspotenzial zu Jahresbeginn bergen. Bei den Edelmetallen profitierte Gold zuletzt von einer gestiegenen Nachfrage von Seiten der Zentralbanken sowie rückläufigen Zinsen und konnte ein neues Allzeithoch (in US-Dollar) erreichen. Auf diesen Niveaus wird die Goldquote taktisch weiter reduziert, was jedoch nicht das Halten einer strategischen Goldquote untergräbt.

In Summe verbleibt somit ein relativ ausgeglichenes AWM Investmentportfolio, welches vom derzeitigen Momentum bei Aktien und Renten profitieren sollte, ohne die umliegenden Risiken vollständig auszublenden. Die Investitionen konzentrieren sich primär auf günstig bewertete Value Aktien der Industrieländer, vorwiegend in Europa, sowie Staatsanleihen guter Bonität. Als Renditebringer fungieren ausgewählte Senior-Anleihen qualitativ hochwertiger Investmentgrade Emittenten und deren Hybride. In das neue Jahr hinein sollte die Position jedoch nochmal auf bestehende Risiken und Entwicklungen hin überprüft werden, worauf im Investment Committee Ende Dezember der Fokus liegen wird.

Abbildung 1 - Position relevanter Assets des LBBW AWM Investment Committee

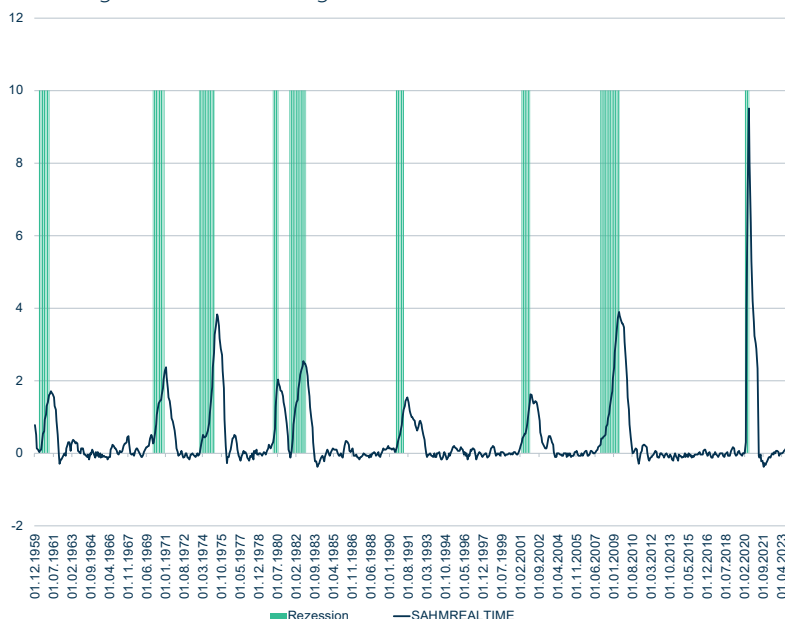


Quelle / Berechnung: LBBW AM

# Aktuelles

Was für einen Einfluss das Erwartungsmanagement von makro-ökonomischen Kennzahlen hat, wurde Mitte November nochmals deutlich. Nachdem der Markt die ersten Verluste aus dem Oktober bereits aufgeholt hatte, beschleunigte sich die Bewegung bei Aktien und Renten nach der Veröffentlichung der Inflationszahlen der Vereinigten Staaten massiv. Die Headline- sowie die Kerninflation wurden lediglich 0,1% unter der Konsensschätzung von 3,3% bzw. 4,1% veröffentlicht, was jedoch ausreichte, um den Markt in der Breite euphorisch steigen zu lassen. Am besagten 14. November stieg der US-Aktienmarkt um 1,9% an und die komplette US-Renditekurve preiste ca. 20bp geringere Zinsen ein. Unternehmen, welche dem Non-Profitable-Tech-Index angehören, stiegen um 7,5% und profitierten von der Aussicht auf niedrigere Zinsen, welche sich auf die Finanzierungskosten aber auch auf die Diskontierung von Cashflows und damit auf die Bewertung auswirken. Zum Monatsende steht der US-Markt 8,9% und die Technologieaktien 10,7% höher - eine der besten November-Performances der Historie. Aber auch in Europa ging es mit den Inflationsraten in Deutschland und der Eurozone weiter nach unten. Die deutsche Inflation hat sich im November auf 3,2% verlangsamt, nach 3,8 % im Oktober. In der Eurozone sank die Headline-Inflation auf 2,4%, was die Dax-Aktien mit einem Plus von 9,5% und europäische Aktien mit einem Anstieg von 7,9% auf Monatssicht quittierten. Eher dovische Aussagen von Notenbankvertretern und ein etwas schwächerer US-Arbeitsmarktbericht trugen ihr Übriges dazu bei, sodass mittlerweile ca. 100 bis 125bp an Zinssenkungen sowohl in den USA als auch in Europa im kommenden Jahr eingepreist sind. Historisch dauerte es im Schnitt acht Monate von der letzten Zinserhöhung zur ersten Zinssenkung, was Ende Q1 der Fall wäre. Unter Berücksichtigung der „Sahm-Regel“ zur Bewertung des Arbeitsmarktes steigt das Rezessionsrisiko weiter an. Die „Sahm-Regel“ besagt, dass es auf den Beginn einer Rezession hindeutet, wenn der gleitende Drei-Monats-Durchschnitt der US-Arbeitslosenquote vom Tiefststand der vorangegangenen zwölf Monate um mindestens 0,50% steigt. Aktuell liegt der Wert bei +0,33%.

Abbildung 2 - Die „Sahm-Regel“ als Rezessionsindikator



Quelle / Berechnung: Fred Economic Research

So ist es nicht verwunderlich, dass die Bundrendite (10yr) über den Monat hinweg ca. 36bp auf 2,45% und die Rendite der zehnjährigen US-Treasuries von 4,93% auf 4,33% nachgab und die Zinskurven leicht weiter invertierten, um gegen Ende des Monats in ein Bull Steepening (steilere Zinskurve bei fallenden Renditen) überzugehen.

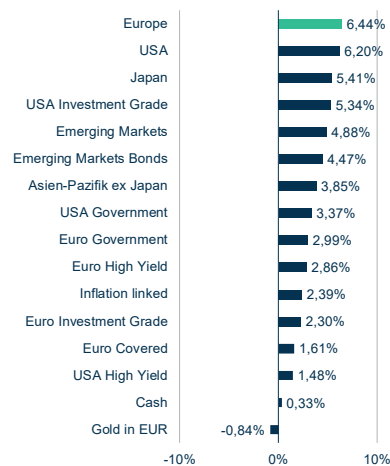
Während der Risk On-Bewegung am Kapitalmarkt verlor der Dollar in der Breite an Wert. Der Dollar Index gab 3,0% nach und der Euro konnte gegenüber dem Greenback um ca. 2,9% zulegen. Durch das Ausbleiben einer weiteren Eskalationsstufe im Nahost-Konflikt, bspw. durch das Eingreifen weiterer Staaten, gab Brent-Oil im Monatsverlauf um 6,25% nach.

Die große Herausforderung, der sich Investoren konfrontiert sehen, wird sein, ob die eingepreisten Zinssenkungen sich als realistisch erweisen oder ob diese Enttäuschungspotenzial bergen. In diesem Kontext stellt sich die Frage, wo Aktien tatsächlich notieren, wenn die erwarteten Zinssenkungen eintreten. Im Moment werden die positiven Effekte niedrigerer Zinsen, wie geringere Refinanzierungskosten, höhere Aktienrisikoprämien und eine niedrigere Diskontierung zukünftiger Cashflows (und damit einhergehend eine höhere Bewertung von Risk Assets) eingepreist. Das Rezessionsrisiko hingegen wird ausgeblendet. In einem US-Wahljahr, was uns 2024 bevorsteht, wird die Fed in diesem Umfang nur dann aktiv werden und massiv eingreifen, wenn eine tiefe Rezession eintritt (was die Aktien deutlich belasten würde) und wenn die Inflation nicht durch Zweitrundeneffekte wieder deutlich ansteigt. Dem Kampf gegen die Inflation, die im Geldbeutel der Bürger deutlich spürbar ist, wird während des Wahlkampfes eher der Vortritt gelassen, als den Aktionären, deren Anlagen am All Time High notieren, weshalb das Restrisiko weiterer Zinsanhebungen nicht komplett vernachlässigt werden sollte. Die Devise bei der Inflationsbekämpfung lautet demnach „Main Street“ (durchschnittlicher Konsument) vor „Wall Street“ (Finanzindustrie).

Sollten die Zinssenkungen tatsächlich eintreten, wird spannend, wie sich die Inversion der Zinskurve auflöst. Die Vergangenheit als Blaupause spricht für ein Bull Steepening. Die Laufzeitprämie ist auf den derzeitigen Ständen zu niedrig. Mit Blick auf die Break-Even-Renditen in Deutschland, welche bei 2,1% notieren, scheinen die 10-Jahresrenditen mit derzeit 2,45% nicht mehr viel Spielraum nach unten zu haben. Somit würde das Steepening, sprich die Versteilerung der Zinskurve hin zu einer normaleren Form eher über das kurze Ende erfolgen, wovon Anleihen mit kürzerer Laufzeit profitieren würden. Der 5-Jahres-Punkt auf der Zinskurve bleibt nach wie vor relativ gesehen zu teuer. Deshalb wird neben dem kurzen Ende in Laufzeiten zwischen 7 und 10 Jahren investiert, um das Wiederanlagerisiko zu reduzieren und so das nach wie vor erhöhte Zinsniveau für eine längere Zeit zu sichern.

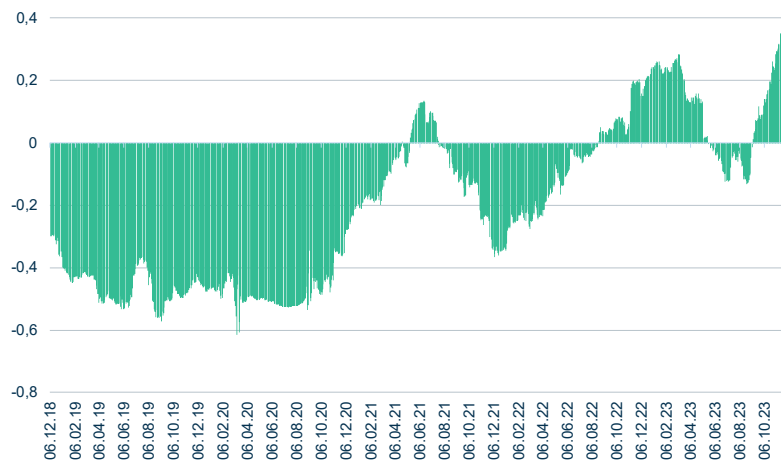
Die zuletzt positive Korrelation zwischen Aktien und Renten sollte sich nicht als das neue Normal etablieren. Durch die Umstellungen aus der Zeit des Quantitative Easing (QE) resultieren langwierige Anpassungseffekte. Die sich abschwächende Wirtschaft und bestehende geopolitische Risiken legen eine erneute Trendumkehr hin zu negativen Korrelationen nahe. Somit hat das 60/40-Portfolio auch in Zukunft seine Daseinsberechtigung.

Abbildung 3 – Performance IC Asset Klassen im November 2023



Quelle: Bloomberg; Aktienperformance in EUR / Rentenperformance EUR hedged

Abbildung 4 – Korrelation zwischen US-Aktien und langlaufenden US-Staatsanleihen



Quelle / Berechnung: Bloomberg

## Exkurs: Chancen und Herausforderungen der europäischen Aktienmärkte in 2024

Die europäischen Aktienmärkte könnten über das gesamte Jahr 2024 hinweg eine erfreuliche Entwicklung vollziehen, obwohl oder vielleicht sogar weil viele Strategen weiterhin bearish für das kommende Jahr bleiben. Eine Vielzahl von Faktoren trägt dazu bei, dass trotz gewisser Bedenken auch positive Perspektiven für Anleger bestehen. Folgende vier Punkte wurden definiert:

### 1. Disinflation durch sinkende PPIs und CPIs:

Die Aussicht auf sinkende Produzentenpreise (PPIs) und Verbraucherpreise (CPIs) deutet auf eine Disinflation hin, die positive Auswirkungen auf die Wirtschaft haben könnte. Dies könnte zu niedrigeren Kosten für Unternehmen führen und somit die Gewinnmargen weiter verbessern.

### 2. Fallende PMIs / Einkaufsmanagerindizes (<50) in der EU und der Druck auf Politik und EZB:

Die rückläufigen Einkaufsmanagerindizes in der Europäischen Union könnten den politischen Druck erhöhen und die Europäische Zentralbank (EZB) zu weiteren Maßnahmen veranlassen. Diese Maßnahmen könnten die Wirtschaft stimulieren (Zinssenkungen bzw. keine weiteren Erhöhungen) und den Aktienmarkt positiv beeinflussen.

### 3. Ertragssteigerung (EPS) um ca. 10%:

Analysten prognostizieren, dass die Earnings per Share (EPS) der europäischen Unternehmen im Jahr 2024 nach einem Rückgang in Q4/2023 um etwa 10% im Jahr 2024 steigen werden. Diese positive Entwicklung könnte auf eine Stärkung der Unternehmensgewinne hindeuten und somit Anleger anlocken.

### 4. Moderate Entwicklung am Jobmarkt:

Der Arbeitsmarkt zeichnet sich durch eine moderate Entwicklung (steigt leicht an) aus, wobei Realgehälter und Lohnsteigerungen stabil bleiben. Diese Stabilität könnte dazu beitragen, das Vertrauen der Verbraucher zu stärken und die Wirtschaft anzukurbeln.

Es ist interessant festzustellen, dass damit bereits vier Schlüssel-



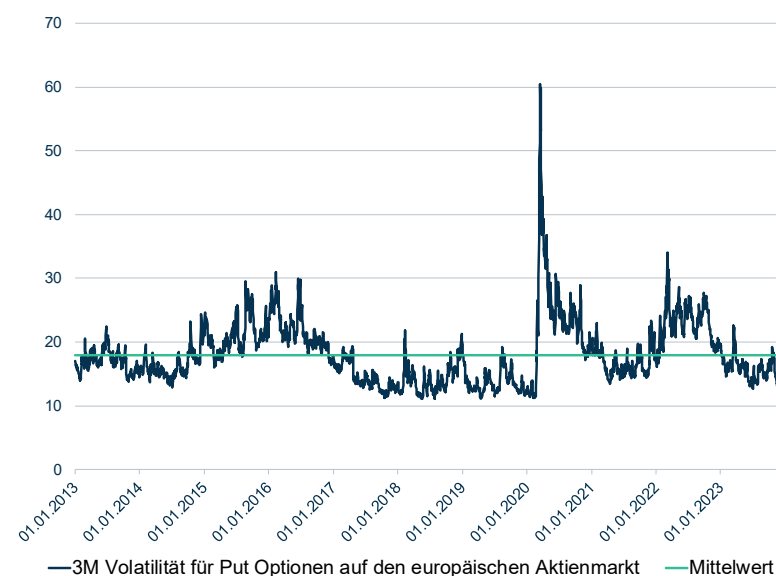
Indikatoren für ein antizyklisches Investment erfüllt sind: Der Höhepunkt der Inflation, PMIs unter 50, eine positive Entwicklung der Gewinne und ein moderater Anstieg der Arbeitslosigkeit.

Trotz einiger positiver Aussichten gibt es natürlich auch Risiken, die den europäischen Aktienmarkt im Jahr 2024 belasten könnten. Ein zentrales Risiko ist die Erwartung von Leitzinssenkungen für dieses Jahr, die oft als "Wunschdenken" betrachtet wird. Ein solcher Schritt könnte sich als zu optimistisch erweisen und zu einer unsicheren Lage auf den Finanzmärkten führen, was die Investoren verunsichern und das Vertrauen in den Aktienmarkt temporär schwächen könnte. Ein weiterer Faktor ist die hohe Abhängigkeit Europas von China. Die wirtschaftlichen Verflechtungen zwischen den beiden Regionen könnten zu erheblichen Störungen führen, insbesondere wenn es zu unerwarteten Ereignissen oder politischen Spannungen kommt. Diese Abhängigkeit stellt einen Unsicherheitsfaktor dar, der den europäischen Aktienmarkt anfällig für externe Einflüsse macht. Um diese Risiken zu reduzieren, bietet es sich an, das europäische Aktienmarktrisiko mittels günstiger Put-Optionen für den Fall der Fälle abzusichern.

## Die Positionierung im Detail

Das anhaltende Momentum der Aktien in Verbindung mit der Saisonalität spricht vorerst für eine neutrale bzw. leicht erhöhte Aktienquote. Neben dem November ist der Dezember historisch gesehen ein guter Aktienmonat. Das leichte Übergewicht in Aktien sollte in Europa gesucht werden, da der Markt hierzulande über günstigere Bewertungen und Aufholpotenzial zu den USA verfügt. Mit einem KGV von 13 ist der Dax nochmals hervorzuheben, da ein Großteil der rückläufigen Gewinne bereits eingepreist sein sollte. Der US-Markt sollte in diesem Kontext neutral gewichtet werden, da ein großer Teil der Rally vermutlich bereits gelaufen ist und die Luft hier aus technischer Sicht dünner wird. Zudem lastet die Marktbewertung nach wie vor auf den „Magnificent Seven“ und wird nicht von der Breite des Marktes getragen. So haben bspw. 40% der kleinen und mittelgroßen Aktiengesellschaften (Small- and Midcaps) negative Gewinne, was zuletzt während der Finanzkrise der Fall war.

Abbildung 5 - 3M-Volatilität für Put-Optionen auf den europäischen Aktienmarkt



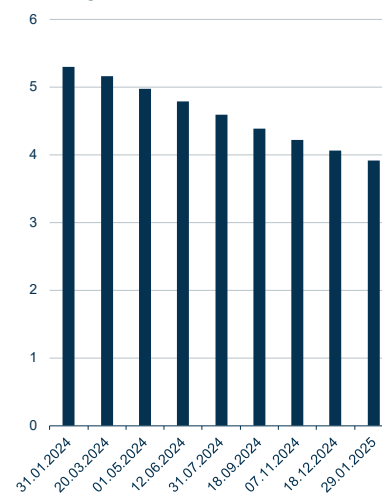
Quelle / Berechnung: Bloomberg

Auf der anderen Seite würde ein Index bestehend aus den sieben erwähnten und stark gelaufenen US-Aktien im laufenden Jahr bei +80% notieren, während die restlichen 493 Aktien des bekannten US-Markindex lediglich minimal im Plus liegen. Eine neutrale bzw. leicht übergewichtete Aktienquote kann, wie bereits erwähnt, mit sehr günstigen Put-Optionen abgesichert werden (s. Abbildung 5). Die 3-Monats-Absicherungen bewegen sich im 15. Perzentilbereich und die Volatilitäten in den USA von unter 13% und in Europa von unter 14% sind auf diesen Kursniveaus ein eindeutiger Kauf. Derzeit sieht es so aus, als halten die Disinflation-Trends an, was sich in rückläufigen Produzenten- und Verbraucherpreisen widerspiegeln und positiv für die Unternehmensmargen sein sollten. Das makroökonomische Umfeld bspw. in Form der europäischen Einkaufsmanagerindizes erhöht zudem den Druck auf die Zentralbank, nicht weiter an der Zinsschraube (nach oben) zu drehen. In das neue Jahr hinein gilt es, die taktische Position nochmal zu überprüfen. Während im vergangenen Dezember ein Großteil der Investoren sehr negativ eingestellt und demnach auch untergewichtet in Aktien war, ist dieses Mal die Stimmung deutlich besser. Zudem führte das schwache Aktien- und Rentenjahr 2022 dazu, dass einige Risikolimits gerissen wurden und die Investoren im Januar mit der Freigabe neuer Risikobudgets neu anlegen mussten. Diese technische Unterstützung sollte nach einem positiven Jahr 2023 ausbleiben. Mittelfristig bestehen zudem Risiken in Form übertriebener Erwartungen an Leitzinssenkungen, der anhaltenden China-Schwäche und der Rezessionsgefahr im Zuge des geldpolitischen Tightenings der Zentralbanken, was häufig erst mit einem gewissen zeitlichen Verzug am Markt ankommt.

Auf der Zinsseite bleibt das AWM Investment Portfolio daher weiterhin Duration übergewichtet, vor allem in europäischen Staatsanleihen, aber auch in Investmentgrade Anleihen. Je weniger Spreadrisiken eine Anleihe aufweist, desto besser lässt sich damit eine Zinsmeinung in das Portfolio transferieren. Hierzu dienen in erster Linie die Staatsanleihen, welche von den Zinssenkungsfantasien des Marktes am ehesten profitieren.

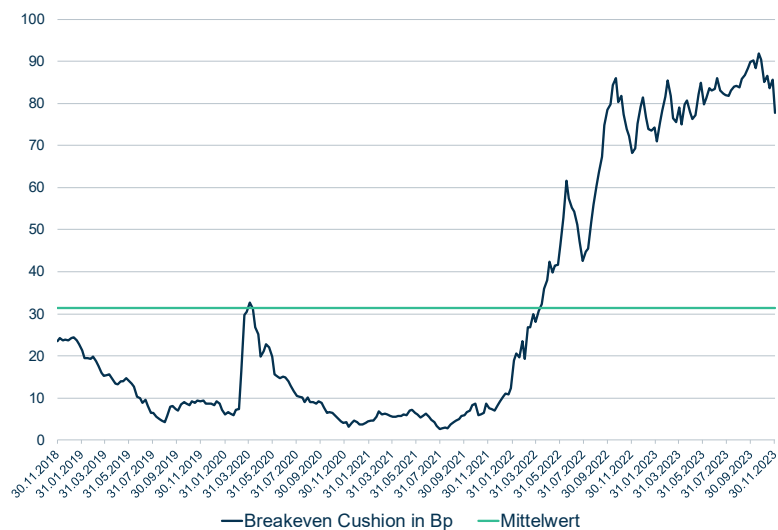
Bei Investmentgrade Anleihen sollte der Fokus auf guten Bonitäten liegen. Allerdings sind diese Anleihen derzeit nicht mehr ganz so günstig, da die Spreads im abgelaufenen Monat nochmal um 18 bp gesunken sind. Die Breakeven-Cushion, der Puffer gegen Zinsanstiege, verweilt aber weiterhin auf hohem Niveau und auch die absolute Rendite liegt über dem langjährigen Schnitt. Anleger mit größerem Risikoappetit können in Hybridanleihen investieren und so die laufende Rendite des Portfolios erhöhen. Im Schnitt bieten Hybride 1,7% Renditeaufschlag zu vergleichbaren Senior-Anleihen. Der Fokus sollte insgesamt weiterhin auf einer sukzessiven Verbesserung der Qualität liegen. So sollten niedrigere BBB-Ratings in A-Ratings getauscht werden. Das Laufzeitenband zwischen 7 und 10 Jahren bleibt zudem der „Sweet Spot“. Nach der Novemberrally im Segment der High Yield-Anleihen – mit einem Plus von 2,1% – werden diese Anleihen in den Dezember hinein wieder stärker abgebaut, was auch im Kontext steigender Ausfallraten sinnvoll erscheint. Somit wird das Streben nach Qualität im Rentenbereich nochmals unterstrichen.

Abbildung 6 – Implizite Leitzinsen in den USA zum jeweiligen Fed Meeting im Jahr 2024



Quelle / Berechnung: Bloomberg

Abbildung 7 – Breakeven-Cushion (Rendite/Duration) als Puffer gegen Zinsanstiege



Quelle / Berechnung: LBBW AM

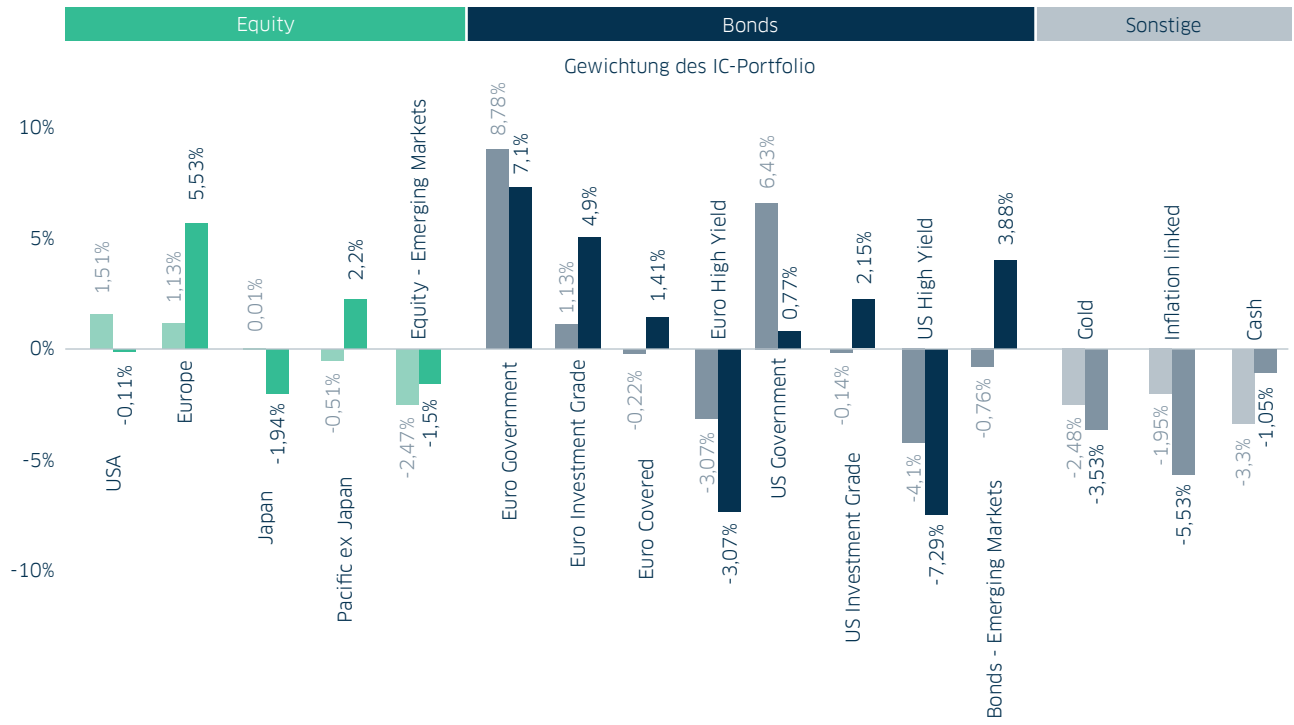
Gold bleibt nach dem Erreichen des Allzeithochs in USD taktisch untergewichtet. Eine strategische Goldquote macht im Multi Asset-Kontext dennoch Sinn. Gold befindet sich derzeit im Spannungsfeld zwischen einer steigenden Nachfrage von Seiten der Zentralbanken, vermutlich auch aus China, zum Aufbau von Gold-Reserven und als Ersatz-Investition für die in großem Stil verkauften US-Treasuries. Über Sekundäreffekte wird die damit hochwertigere Zentralbankbilanz die Währung stützen. Zudem wirken die rückläufigen Zinsen und geopolitische Spannungen auf den Preis des gelben Edelmetalls eher positiv. Während die Schmucknachfrage konstant ist, bleibt die Nachfrage von Seite der ETFs, welche eher Trendfolger sind, aus. Sollte es zu höherer Volatilität am Kapitalmarkt kommen, wird Gold vermutlich im ersten Schritt mit den anderen Risikoassets nachgeben, da Gold sehr liquide ist. Jedoch sollte die Bewegung weniger stark und kürzer ablaufen, da daraufhin der „Safe-Haven-Effekt“ eintreten sollte.

Im Hinblick auf die Währungen spricht taktisch einiges für einen Wiedereinstieg und für den Kauf von US-Dollar bei einem Stand von EUR/USD von 1,095. Geopolitische Risiken bleiben bestehen und charttechnisch war die Marke in diesem Jahr bereits drei Mal ein guter Einstiegspunkt. Allerdings gibt es auch fundamentalen Gegenwind, sollte es doch zu einem No-Landing kommen bzw. wenn die Fed wirklich deutlich vor der Europäischen Zentralbank die Zinsen senkt, was sich auf die relative Attraktivität (über die Zinsdifferenz) der beiden Währungsräume auswirkt.

In Summe verbleibt somit ein relativ ausgeglichenes AWM Investmentportfolio, welches vom derzeitigen Momentum bei Aktien und Renten profitieren sollte, ohne die umliegenden Risiken vollständig auszublenden. Die Investitionen konzentrieren sich primär auf günstige Value Aktien der Industrienationen, vorwiegend in Europa, sowie Staatsanleihen guter Bonität. Als Renditebringer fungieren ausgewählte, qualitativ hochwertige Investmentgrade Anleihen und die Hybride dieser Emittenten. In das neue Jahr hinein sollte die Position jedoch nochmal auf bestehende Risiken und Entwicklungen (Makroumfeld, Bewertungen, Sentiment, Inflation, etc.) hin überprüft werden, was im Investment Committee Ende Dezember geschehen wird.



Abbildung 8 - Aktive Positionen des AWM Investmentportfolios



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Hellere Balken zeigen den Vormonat. Stand 30.11.2023

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

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**Taktischer\_CIO\_View@  
lbbw.de**

### Redaktionsschluss:

05.12.2023