

Investmentbrief

25. Januar 2019

Frank Hagenstein
Vorsitzender der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

Sehr geehrte Investoren,

das überlagernde Thema an den Kapitalmärkten bleibt der Handelskonflikt. Dessen Auswirkungen treffen bereits maßgeblich die chinesische Konjunktur. Ausgelöst durch global rückläufige Frühindikatoren besteht die Sorge vor einer massiven Wachstumsabschwächung. Es wird sich in den kommenden Veröffentlichungen der Makrodaten zeigen, ob die Marktverwerfungen des letzten Jahres in der Realwirtschaft reflektiert werden.



Risiko-Assetklassen starteten nach den Turbulenzen im Dezember mit positiven Wertentwicklungen ins Jahr 2019. Der erfolgreiche Verlauf ist insbesondere den günstigen Bewertungen sowie dem konstruktiven Umgang der USA und Chinas mit dem Handelsthema geschuldet. Es ist davon auszugehen, dass sich die Kapitalmärkte im weiteren Jahresverlauf ähnlich volatil wie die vergangenen zwei Monate verhalten werden.

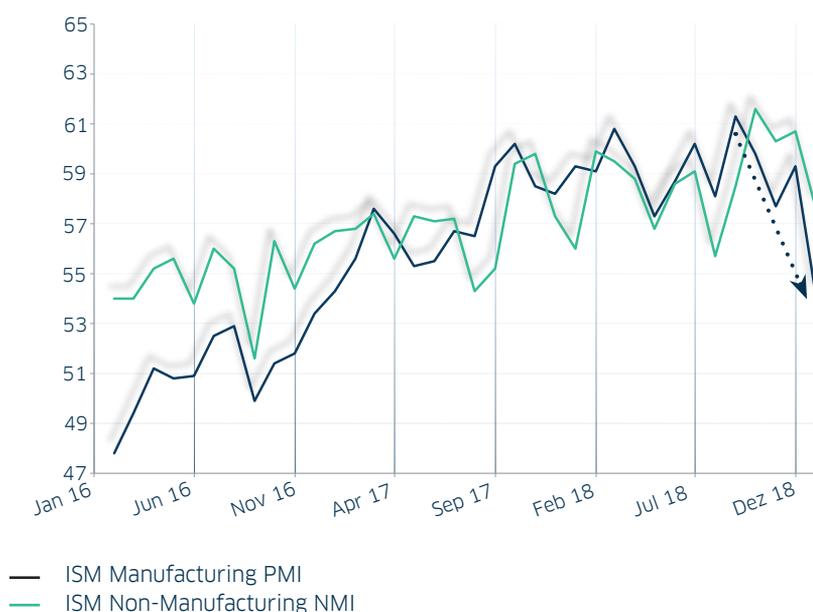
Ihr
Frank Hagenstein

Kapitalmarktumfeld

Rückblickend auf das vergangene Jahr haben vorrangig politische Themen auf die Kapitalmärkte gewirkt. Der Handelsstreit der USA mit China, sowie der bevorstehende Brexit werden die Marktteilnehmer auch in den ersten Monaten des neuen Jahres beschäftigen. Die Auswirkungen des Handelskonflikts beeinflussen die chinesische Konjunktur negativ. Somit steigt der Druck auf China, die Märkte zu öffnen. Ein sich abschwächendes Wachstum großer US-Handelspartner wirkt sich auch auf die USA aus. Eine Einigung der beiden Kontrahenten in den kommenden Wochen ist daher wahrscheinlich. Kurzfristig wird diese befreiend auf die Märkte wirken. Es wird jedoch ein paar Monate dauern, bis die Übereinkunft auch in einer konjunkturellen Stabilisierung sichtbar wird. Der Handelskonflikt rückt damit aus dem Fokus der Anleger. Beide Nationen werden versuchen ihre Zukunftsbranchen vor ausländischem Zugriff soweit wie möglich abzusichern. Um die negativen Auswirkungen des Handelskonflikts auf die chinesische Konjunktur abzumildern, steuert die Regierung bereits mit entsprechenden Maßnahmen gegen. Sofern das reale Bruttoinlandsprodukt deutlich unter sechs Prozent Wachstum zu fallen droht, werden weitere Unterstützungen folgen. Im Handelsstreit mit Europa werden die USA die Autozölle neu verhandeln wollen. Die europäische Seite zeigte sich bislang kooperativ, daher wird der Markteinfluss entsprechend geringer sein.

Handelsstreit rückt aus dem Fokus

Abbildung 1: ISM Sentiments



Quelle: Bloomberg

Die globale Konjunktur in 2018 zeigte sich im Jahresvergleich mehrheitlich stabil. In den Vereinigten Staaten schwächte sich das Wachstum unterjährig etwas ab. Dies ist hauptsächlich durch die vorherigen überdurchschnittlich starken Quartale bedingt. In Europa konnten die Wachstumswahlen in 2018 nicht überzeugen. Insbesondere fiel das Bruttoinlandsprodukt in Italien schwach aus. In Frankreich lähmten der Streit über Reformen und in Deutschland die starke Abhängigkeit von der Autoindustrie die Entwicklung.

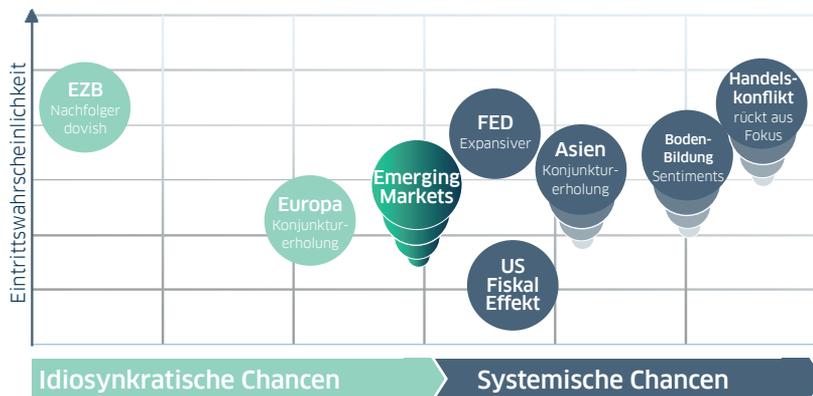
Die Frühindikatoren für die globale Wirtschaft waren in der zweiten Jahreshälfte 2018 regressiv und ließen kritische Marktbeobachter an eine bevorstehende Rezession glauben. Insbesondere zeigt der ISM Manufacturing PMI der USA deutliche Schwächen. Dieser repräsentiert jedoch eine viel geringere Wirtschaftsleistung als der Non-Manufacturing, der im Vergleich höhere Konjunkturdaten prognostiziert (siehe Abbildung 1). Eine ähnliche Konstellation mit rückläufigen Frühindikatoren und starken Marktverwerfungen gab es Anfang 2016. Die Realdaten sind damals diesem Sentiment nicht gefolgt. Daraus resultierte eine Markterholung, die am Jahresende zu positiven Entwicklungen der Risiko-Assets führte. Andererseits besteht das Risiko, dass weitere Marktverwerfungen in der Realwirtschaft reflektiert werden. Aus heutiger Sicht ist jedoch davon auszugehen, dass sich diese Abwärtsspirale nicht materialisieren wird. Vielmehr sollten, mit einer Abschwächung des Handelskonflikts, die Frühindikatoren ihren Boden finden. Demzufolge ist ein besonderes Augenmerk auf den weiteren Verlauf der Indikatoren sowie auf die Konjunkturdaten zu legen. Gegensätzlich interpretierbare Kennzahlen werden die Marktschwankungen wiederholt ansteigen lassen. Für das aktuelle Jahr gehen wir von einem globalen Wirtschaftswachstum von knapp über drei Prozent aus. Mittelfristig werden Risiko-Assets dabei profitieren können.

Die FED war bis Ende des Jahres 2018 auf einem ausgeprägt restriktiven Kurs. Dies hat sich mit der letzten Sitzung des FOMC geändert. Die amerikanische Notenbank befindet sich in einem abwartenden Modus und wird die Konjunktur unterstützen, indem sie vorerst keine weiteren Leitzinserhöhungen vornimmt. Aus heutiger Sicht erwarten wir dennoch ein bis zwei Zinsschritte ab Sommer 2019. Die europäische Zentralbank besitzt wenig Handlungsspielraum für eine expansivere Ausrichtung. Sie hätte zum jetzigen Zeitpunkt Erklärungsnot ein Kaufprogramm zu reaktivieren. Allein bliebe die Abkehr von der angekündigten Leitzinserhöhung. Diese wird weiter in die Zukunft verlagert werden. Es ist von einem Zinsschritt der EZB zum Ende des Jahres auszugehen.

Bodenbildung der Sentiments?

FED beendet ihren restriktiven Kurs

Abbildung 2: Einordnung der aktuellen Chancen für 2019

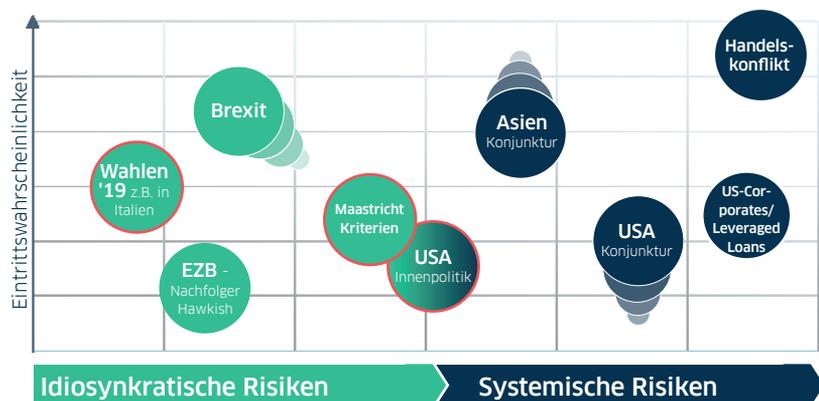


Quelle: LBBW Asset Management

Neben unserer aktualisierten Risikoeinordnung, enthält diese Ausgabe ganz bewusst eine Klassifikation der Chancen für das kommende Jahr (siehe Abbildung 2). Als elementar einzuschätzen ist eine weitere Entspannung im Handelsstreit zwischen den USA und China. Eine konstruktive Lösung des Konfliktes würde eine Bodenbildung der Frühindikatoren sowie eine konjunkturelle Stabilisierung in den asiatischen Volkswirtschaften bewirken. Darüber hinaus stufen wir die

Wahrscheinlichkeit als hoch ein, dass sich die bereits eingeleitete Erholung der Emerging Markets fortsetzt. Eine weitere Chance besteht darin, dass die letztjährige Steuererleichterung der USA ein unternehmerfreundliches Umfeld generiert, welches Arbeitsplätze schafft und das Bruttoinlandsprodukt stärkt. Innerhalb unserer aktualisierten Risikoeinordnung (siehe Abbildung 3) erscheint die Einhaltung der europäischen Maastricht-Kriterien als neuer Treiber. Darin wird das bislang genannte „Italien“ Risiko sowie die Ergebnisse, die aus den Demonstrationen gegen die Reformpolitik von Macron in Frankreich resultierten, subsummiert.

Abbildung 3: Einordnung der aktuellen Risiken für 2019



Quelle: LBBW Asset Management (rot umrandet: Neu)

Aktuell setzt der amerikanische Präsident eine Haushaltssperre (Government Shutdown) als Druckmittel auf den Kongress ein. Sein Ziel ist es, die Finanzierung seines Wahlversprechens, den Bau einer Grenzmauer, zu erhalten. Es ist die längste Stilllegung der Bundesverwaltung in der Geschichte der USA (bis dato 21 Tage 1995/96). Der wirtschaftliche Einfluss war bislang gering und hatte auch keine nennenswerten Auswirkungen auf die Konsumenten- und Unternehmensstimmung. Die Fronten sind allerdings verhärtet. Unabhängig von der Stilllegung ist die Schuldenobergrenze bis zum 1. März 2019 ausgesetzt. Die Ratingagentur Fitch überprüft das AAA-Rating der USA, sollte der Shutdown bis dorthin anhalten. Bei einer weiteren Verschärfung der Situation ist mit einem Anstieg der Risikoprämien für US-Staats/ und -Unternehmensanleihen zu rechnen. Jede Woche der Stilllegung reduziert das Quartals-BIP um circa 0,1%. Ein Finanzierungs-Stopp tritt erst ein, wenn die Schuldenobergrenze nicht angepasst wird. Es bestehen allerdings noch diverse Möglichkeiten sich bis September weiter zu finanzieren. Bei längerem Fortbestand der aktuellen Situation wird der Shutdown die Kapitalmärkte negativ beeinflussen. Die Patt-Konstellation zwischen Senat und Repräsentantenhaus lässt einen innenpolitischen Stillstand bis zu den nächsten Präsidentschaftswahlen Ende 2020 erwarten.

Das Parlament des Vereinigten Königreichs findet keinen Konsens, um aus der Europäischen Union auszutreten. Eine Verschiebung des Brexit-Termins am 29. März wird immer wahrscheinlicher. Von einem kurzfristigen Übereinkommen bis zu einem zweiten Referendum ist alles möglich. Die Auswirkungen der diffusen Vorgehensweise waren an den Kapitalmärkten allerdings bislang eher gering. Allein ein No-Deal Brexit hätte kurzfristig negative Auswirkungen auf die europäischen Kapitalmärkte.

Innerpolitische Konflikte der USA beginnen

Brexit Termin muss verschoben werden

Asset Allocation

2018 war für Risiko-Assets ein schlechtes Jahr. Nach einem schwachen Monat Dezember konnte keine der bedeutenden Assetklassen eine positive Jahresperformance aufweisen (siehe Abbildung rechts). Die Marktverwerfungen haben die Kurse der risikolosen Staatsanleihen ansteigen lassen. Die Beobachtung aus 2018 war, dass viele Marktbebewegungen innerhalb von zwei bis drei Monaten abgearbeitet wurden. Dies ist auch für 2019 zu erwarten. Ein solches Marktumfeld verlangt eine stärkere taktische Ausrichtung und antizyklisches Verhalten. Risiko-Assets sind gut ins neue Jahr gestartet. Insgesamt zeigen damit alle von uns als ertragsstark eingeschätzten Assetklassen seit unserer letzten Publikation am 23. November 2018 positive Performances auf. Unser fiktives Income-Portfolio erreichte einen Wertzuwachs von 1,4%. Die Kapitalmärkte preisen derzeit je nach Assetklasse erhöhte Rezessionswahrscheinlichkeiten ein. Diese Bewertungen bergen bei einem Nichteintreten großes Kurserholungspotential. Andere Assetklassen sind seit Anfang des Jahres bereits sehr gut gelaufen.

Euro-Staatsanleihen

Bundesanleihen wurden im Jahresverlauf bei politischen Unsicherheiten immer wieder als sicherer Hafen genutzt. Die 10-jährige Rendite verringerte sich nach einem anfänglichen Anstieg (siehe Abbildung 4) auf das niedrige Niveau von Anfang 2017. Vor dem Hintergrund einer Lösung im Handelskonflikt wird dies grundsätzlich im Jahresverlauf zu moderat höheren Renditen führen. Europäische Staatsanleihen sind erst ab einer 10-jährigen Bundrendite von 0,6% wieder neutral auszurichten. Sollte jedoch die Inflationsrate positiv überraschen könnte die Untergewichtung bis 0,75% beibehalten werden. Das übergeordnete Niedrigzinsumfeld wird auch im neuen Jahr erhalten bleiben.

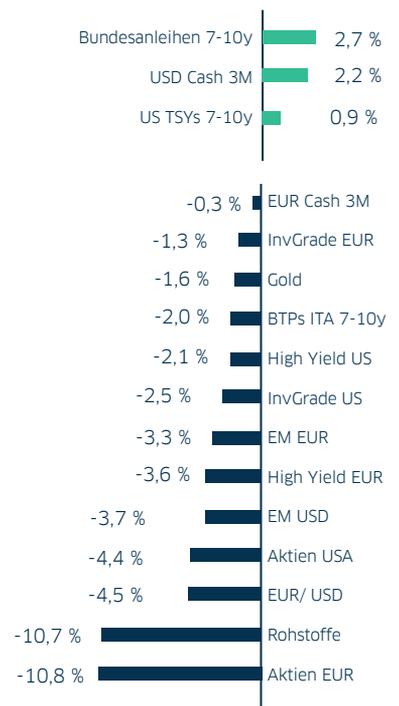
Abbildung 4: Bund- und US-Treasury-Renditen (10 Yr) zuzüglich der erwarteten Range der Bundrendite



— Bundrendite 10Yr, rechts
— US Treasury Rendite 10Yr

Quelle: Bloomberg

Jahresperformances 2018



Income Portfolio	Anteil alt	Anteil neu
Corporates EUR-IG	7,5 %	12,5 %
Corporates US-HY	17,5 %	10,0 %
Corporates EUR-HY	35,0 %	37,5 %
EM-Anleihen (Hartwhg.)	30,0 %	30,0 %
Aktien Europa/USA	10,0 %	10,0 %

Asset Allocation	
High Yield	↗
EM-Anleihen	↗
Aktien	↗
Investment Grade	↗
FX (EUR/USD)	→
Staatsanleihen	↘

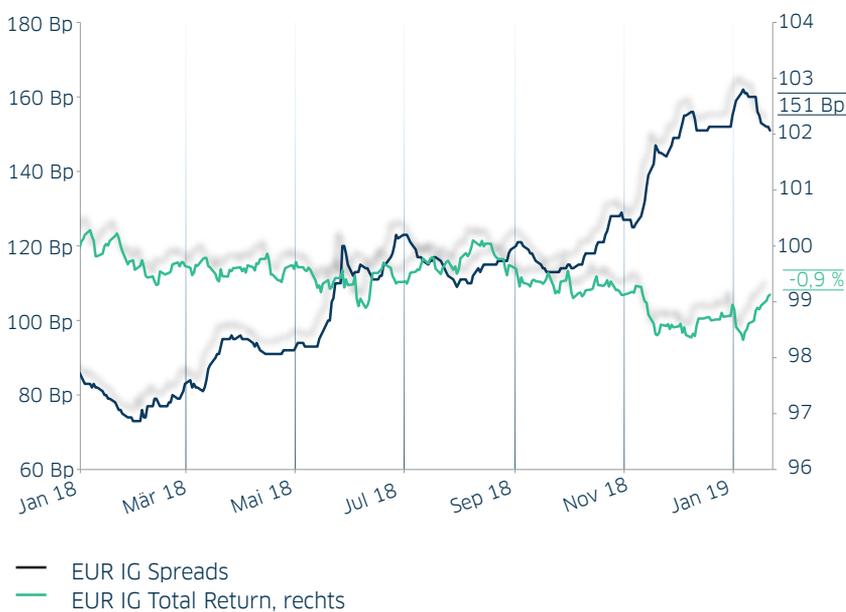
Aufgrund der Einigung mit der EU im Haushaltsstreit haben sich italienische Staatsanleihen im zurückliegenden Zeitraum positiv entwickelt. Das Problem der hohen Verschuldung bei zu geringem Wachstum ist jedoch nicht gelöst. In diesem Umfeld ist die Wahrscheinlichkeit für Neuwahlen oder einer Rating-Herabstufung weiterhin gegeben. Es ist daher mittelfristig von einem erneuten Anstieg der Spreads auszugehen. Seit der Regierungsbildung Ende Mai 2018 notierte der Spread zwischen italienischen Staats- und Bundesanleihen zwischen 2,1%-3,3%. Oberhalb dieser Range werden US- und Retail-Investoren vermehrt BTPs erwerben.

Unternehmensanleihen

Die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen befinden sich aktuell nach Beendigung des Kaufprogramms wieder auf den Niveaus von vor der Ankündigung im März 2016. Am Aktienmarkt sind die Unternehmen vergleichbar zum damaligen Zeitpunkt zu bewerten. Der breite europäische Aktienmarkt Stoxx 600 notiert leicht über dem damaligen Stand. Somit erscheinen die Risikoaufschläge attraktiv. Daher empfiehlt sich eine Übergewichtung in beiden Bonitätsclustern (Investment Grade und High Yield). Neuemissionen mit derzeit attraktiven Prämien zum Sekundärmarkt (Financials/Industrials) sollten bevorzugt werden. Hier bieten sich im aktuellen Marktumfeld Chancen auf einen Zusatzertrag. Die genannten Risiken können zu moderaten Spreadausweitungen führen. In diesem Fall puffern die attraktiven regelmäßigen Erträge (siehe Abbildung 5). Selbst bei einer deutlichen Wachstumsabschwächung sollten die Kupons die Risiken mit Frist auf ein Jahr ausreichend kompensieren.

Attraktive Neuemissionsprämien

Abbildung 5: Europäische Corporates Investment Grade (Non-Financial): Entwicklung der Spreads in Basispunkten über Staatsanleihen gegenüber der Total Return-Betrachtung, indiziert auf 100 per Jahresbeginn 2018



Quelle: Bloomberg

Emerging Markets Anleihen

Die Assetklasse hatte im Jahr 2018 im Gegensatz zu den meisten anderen Risiko-Assetklassen eine deutlich stärkere, zweite Jahreshälfte verarbeitet hatte, stabilisierten sich die Schwellenländer. Im Jahr 2019 sollten die Wachstumskennzahlen der Emerging Markets und der USA divergieren. Durch den weniger restriktiven Kurs der FED wird auch die vergangene USD-Stärke gegenüber vielen Emerging Markets-Währungen nachgeben. Deren Fremdfinanzierung basiert häufig auf USD, was entlastend wirkt. Wir behalten unsere breit diversifizierte Übergewichtung in Staaten ohne Zwillingsdefizit bei.

Emerging Markets vor einem starken Jahr

Abbildung 6: EM-Anleihen in EUR und in USD: Total Return-Betrachtung, indexiert auf 100 per Jahresbeginn 2018



Quelle: Bloomberg

Fremdwährung (EUR/USD)

Die zwischenzeitlich allgemeine USD-Schwäche seit dem letzten Investmentbrief lag in der aktuellen Notenbankpolitik begründet. Die FED wird die Divergenz zwischen soliden Konjunkturdaten und einem pessimistischen Ausblick der Kapitalmärkte sowie fallende Inflationserwartungen stärker berücksichtigen. Dabei ist sie auf absehbare Zeit von weiteren Leitzinserhöhungen abgerückt. In Europa ist die Schuldenkrise Italiens momentan in den Hintergrund getreten. Die EZB kann den Markt gegenwärtig nicht von der angedachten Leitzinserhöhung für 2019 überzeugen. Folglich ist davon auszugehen, dass der EUR/USD-Kurs vorläufig seitwärts tendiert. Mittelfristig sollte die Range von 1,15 bis 1,20 EUR/USD wieder aufgenommen werden.

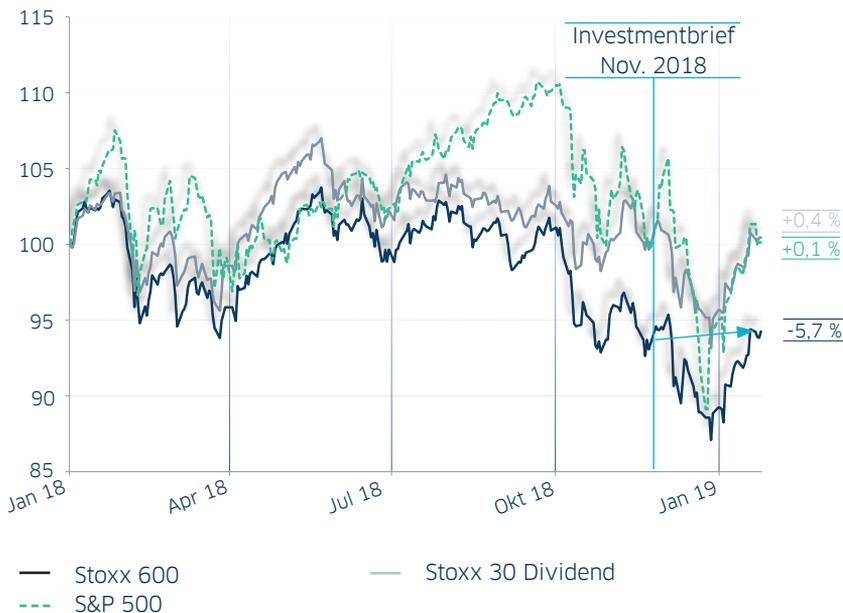
Aktien

Die Korrektur an den Aktienmärkten im vierten Quartal wurde stark von zyklischen Werten angeführt. Dies zeigte das Ausmaß der Konjunktursorgen zum damaligen Zeitpunkt. Mitte Dezember erreichte die Performance-Differenz zwischen zyklischen und defensiven Aktien ihren Tiefststand, obwohl die Börsen Ende 2018 weitere deutliche Verluste aufwiesen. Seither setzt eine Outperformance der zyklischen Werte ein und lässt den vorherrschenden Optimismus erkennen. Seit unserer letzten Publikation weist der europäische Markt eine positive

FED-Politik drückt auf USD-Wechselkurs

Performance auf (siehe Abbildung 7). Die antizipierten Ereignisse des Einlenkens der beiden größten Volkswirtschaften in Gespräche auf Augenhöhe und die Normalisierung der FED-Geldpolitik bildeten die Basis für die Trendumkehr. Es ist aus heutiger Sicht davon auszugehen, dass diese Entwicklung den Aktienmarkt mittelfristig auch weiter stützen wird. Im Jahresverlauf besteht das Risiko schwächerer Marktphasen aufgrund zunehmender Gewinnrevisionen der bestehenden Erwartungen. Daher halten wir an unserer breit diversifizierten Übergewichtung fest. Die Präferenz für breit diversifizierte „long-only“-Portfolien liegt weiter auf Dividenden-Titeln. Da wir mittelfristig in der US-Konjunktur mehr Stabilität sehen, mischen wir amerikanische Aktien bei.

Abbildung 7: Total Return-Betrachtung des europäischen (Stoxx 600 und Stoxx 30 Dividend Index) und des amerikanischen Aktienmarktes (S&P 500), indiziert auf 100 per Jahresbeginn 2018



Quelle: Bloomberg

Fazit

Nach einem schwierigen Jahr für Investoren mit dem Ziel der Erwirtschaftung positiver Realrenditen befinden sich Risiko-Assets derzeit am Scheideweg. Vier Schlüsselindikatoren werden aus unserer Sicht für den weiteren Verlauf an den Kapitalmärkten verantwortlich sein: Derzeit zeichnet sich ein positives Ende des **Handelskonfliktes** ab. Dies sollte sich zunächst in einer Bodenbildung der **Frühindikatoren** widerspiegeln. Die Erholung der sich eingetrübten Konjunkturdaten, insbesondere in Asien, wird seine Zeit benötigen. Die **Notenbanken** unterbrechen ihre restriktivere Geldpolitik, wie es jüngst die FED und die EZB zum Ausdruck gebracht haben. Das von uns im letzten Investmentbrief genannte **„US Corporates“-Risiko** wird erst in einem deutlich rezessiveren konjunkturellen Umfeld der USA schlagend. Die nach wie vor vorhandenen systemischen Risiken werden sich auch künftig in erhöhter Marktvolatilität ausdrücken. Die Bewertungen der Assetklassen stellen sich für Investoren attraktiver dar. Wir behalten folgerichtig die positive strategische Grundausrichtung unserer Asset Allocation mit dem Fokus auf Income-Assets bei. Die Differenzierung innerhalb der einzelnen Assetklassen wird durch eine stärkere taktische Ausrichtung zum Ausdruck gebracht.

Vier Schlüsselindikatoren für den weiteren Verlauf beobachten

Disclaimer

Die LBBW unterliegt den Aufsichtsbehörden Europäische Zentralbank (EZB), Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 1253, 53002 Bonn/ Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zulässlichen Quellen, die wir für zulässig 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 Eigenstände 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 Zweck einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

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
Vorsitzender der Geschäftsführung
Ralph Holder
Thomas Wintermantel

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@
LBBW.de**

Redaktionsschluss:

24.01.2019