

# Investmentbrief

18. Juli 2019

**Frank Hagenstein**

Vorsitzender der Geschäftsführung; CIO  
LBBW Asset Management

## 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.



## Kapitalmarktumfeld

Die Unsicherheit über die konjunkturellen sowie disinflationären Entwicklungen lassen Notenbanken weltweit dovishe Maßnahmen ergreifen (Australien, Russland, Indien) bzw. ankündigen (FED, EZB). Das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Einflussnahme der Geldpolitik genügt, um die Kapitalmärkte positiv zu beeinflussen. Die Erwartungen sind dementsprechend groß. Der Spielraum der EZB für Zinssenkungen stellt sich gering dar. Daher benötigen die europäischen Währungshüter darüber hinaus weitere Maßnahmen, um nachhaltig Einfluss zu nehmen. Mit dem Quantitative Easing-Programm aus dem Jahr 2015 (QE) kaufte die europäische Zentralbank insgesamt Assets im Wert von circa 2,6 Billionen Euro. Seit Januar 2019 finden keine Nettokäufe mehr statt. Das QE besaß bislang auf das Wirtschaftswachstum einen größeren Einfluss als auf die Inflation. Trotz der Stimuli sind beide Kennzahlen nach wie vor zu niedrig und die Markterwartungen lassen auf weiter sinkende Parameter schließen. Die EZB wird nichts unversucht lassen, um in die Nähe ihres Inflationsziel von knapp unter 2% zu kommen (aktuelle Kerninflation YoY: 1,1%). Hierfür bedarf es eines Kaufprogrammes in der Größenordnung von 45 Mrd. EUR pro Monat. Es ist davon auszugehen, dass die EZB in der September-Sitzung den Leitzins um 10 Basispunkte reduzieren und QE 2 ankündigen wird. Die Umsetzung wird voraussichtlich im ersten Quartal 2020



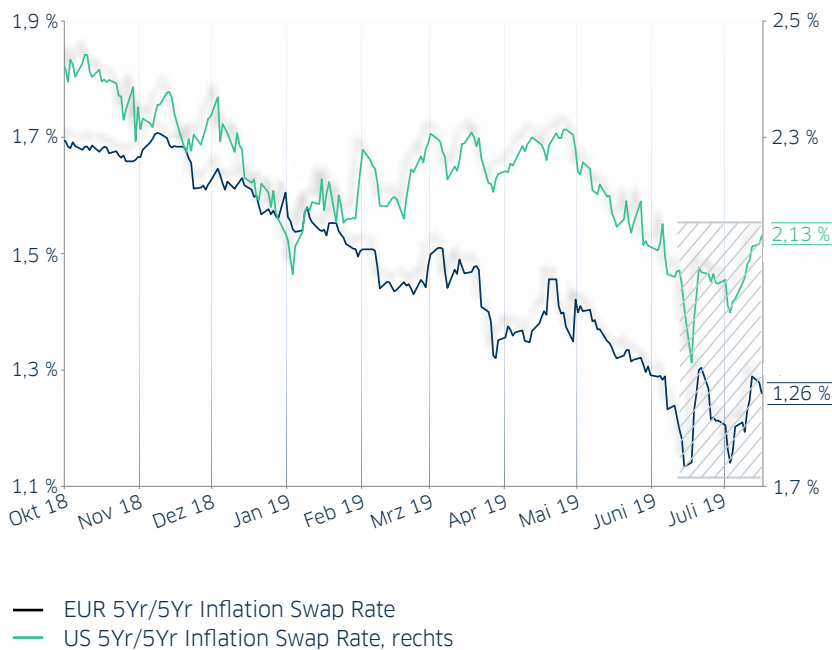
**Notenbanken  
dominieren die  
Kapitalmärkte**

beginnen. Mit einer Anpassung bestehender Regelungen wird sich die Notenbank genügend Spielraum einräumen, um Staatsanleihen, andere öffentliche Schuldtitel und Unternehmensanleihen kaufen zu können. Eine Ausweitung auf weitere Emittenten (Financials) und Bonitäten (High Yield) erscheint möglich. Die EZB arbeitet an einem potentiellen variablen Inflationsziel. Die Einführung ist frühestens ab 2020 zu erwarten und ließe einen zukünftigen Ausstieg aus QE 2 begründen. Einhergehend mit der Zinssenkung, erscheint die Installation einer Zinsstaffelungs-Variante für den Einlagensatz wahrscheinlich.

Im Gegensatz zur EZB hat sich die FED mit mehreren Zinserhöhungen ab Dezember 2015 bis Dezember 2018 genügend Puffer aufgebaut, um mit Leitzinssenkungen isoliert reagieren zu können. Die 5Yr5Yr Forward Inflation Swaps messen die zukünftigen Inflationserwartungen im Euro- und USD-Raum (siehe Abbildung 1). Die Bestätigungen der jeweils expansiven Notenbankpolitik im Juni zeigen bei beiden Kennzahlen Wirkung. Die Erholung der US-Inflationserwartung erscheint allerdings solider. Stabiles Wirtschaftswachstum, ein historisch starker Arbeitsmarkt und Aktienindizes auf Allzeithochs stehen konträrk zu einer Zinssenkung der FED. Diese sieht jedoch eine mögliche Abschwächung der Konjunktur durch den Handelskonflikt als größtes systemisches Risiko. In der angelaufenen Berichtssaison werden Analysten und Investoren die Unternehmensbilanzen nach bestehenden Auswirkungen durchleuchten und die Ergebnisse extrapolieren. Ein gleichzeitiger Anstieg der bereits hohen Verschuldung der US-Unternehmen verstärkt die Bedenken. Zusätzlich hat sich die schlecht zu steuernde Inflation nicht erholt (Kerninflation PCE YoY: 1,6%). Die dovische Rede von Powell vor dem US Kongress (10. Juli) bestätigt eine zeitnahe Zinssenkung.

## FED: Zeitnahe Zinssenkung

Abbildung 1: Forward Inflation Swaps in EUR und USD als „gehandelte“ Inflationserwartung in 5 Jahren für 5 Jahre



Quelle: Bloomberg



---

## USA und China wieder im Ver- handlungsmodus

---

Die Delegierten der USA und China im Handelskonflikt kehren wieder an den Verhandlungstisch zurück. In dem über einjährigen Konflikt gab es immer wieder konstruktive Treffen. US-Präsident Trump bewertete die Zwischenergebnisse zum wiederholten Male neu. Dies hatte zur Folge, dass Waren aus China entweder mit höheren Einfuhrzöllen belegt oder diese angedroht wurden. Solche Kurswechsel wird der US-Präsident solange weiter nutzen, bis er wahlkampftaktisch einen Deal mit China vorweisen muss. Daher ist es eher unwahrscheinlich, dass Nachrichten den Markt für den Zeitraum der nächsten Verhandlungsrunde (4-6 Wochen) stark negativ beeinflussen.

Die beiden Schlüsselindikatoren Notenbankpolitik und Handelskonflikt mindern damit die Risiken für die globalen Kapitalmärkte. Eine zunehmende Visibilität der konjunkturellen Risiken, insbesondere am deutschen und europäischen Markt, erzeugt jedoch ein starkes Spannungsverhältnis für die Kapitalanleger. Rückläufige Investitionsausgaben (Capex), angekündigter Stellenabbau bei Großkonzernen und jüngste Gewinnwarnungen belegen das Ausmaß. Der Frühindikator für das verarbeitende Gewerbe in Deutschland zeigt dies seit Monaten mit Werten unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten an (aktuell 45,0). Dagegen steht der Service PMI mit 55,8 Punkten für deutliches Wachstum. Der Anteil an der Bruttowertschöpfung der Dienstleistungssektoren ist mit 68% bedeutender als der des produzierenden Gewerbes mit lediglich 26%. Das Baugewerbe sowie die Land- und Forstwirtschaft erwirtschaften die restlichen Anteile. Die Rahmenbedingungen für die Kapitalmärkte bleiben in Summe weiter positiv.

# Asset Allocation

Die meisten Assetklassen weisen im Jahr 2019 bis dato historisch hohe Performances auf (siehe Abbildung rechts). Es hat sich ausgezahlt weiter auf Risiko-Assets zu setzen. Das Income-Portfolio (Gewichte siehe Fazit rechts) hat seit Jahresbeginn währungsgesichert 8,75% an Wert gewonnen. Auch mit Staatsanleihen konnten, trotz vornehmlich negativen Renditeniveaus, gute Performances erzielt werden. Die größte Unterstützung für die Märkte bietet die weltweit expansivere Notenbankpolitik. Im Nachhinein kann man konstatieren, dass Investoren dadurch auf der Suche nach Rendite, systemische Risiken, wie die Fortführung des Handelsstreits zwischen den USA und China, eine Abschwächung des Konjunkturwachstums und andere geopolitische Brandherde (Iran, Brexit), weitestgehend ausblendeten. Die Regel „Don't fight the FED“ könnte sich auch für das dritte Quartal als guter Impuls bewahrheiten. Die Unsicherheit bezüglich des Handelsstreits und der weit fortgeschrittenen Aufschwungsphase des US-Wirtschaftszyklus lassen uns im Income-Portfolio eine Cash-Komponente aufnehmen.

## Euro-Staatsanleihen

Seit einiger Zeit betonen wir das unattraktive Chance/Risiko-Verhältnis kerneuropäischer Staatsanleihen. Das Niedrigzinsumfeld erreichte im Juni aufgrund disinflationärer Risiken ein Rekordtief (siehe Abbildung 2). Peripheriestaaten mit positiven Renditen partizipierten, ähnlich wie Unternehmensanleihen, stärker an diesem Effekt. Ein Großteil der kommenden expansiven Maßnahmen der EZB sind bereits eingepreist. Daher bleibt es bei der Untergewichtung der Assetklasse.

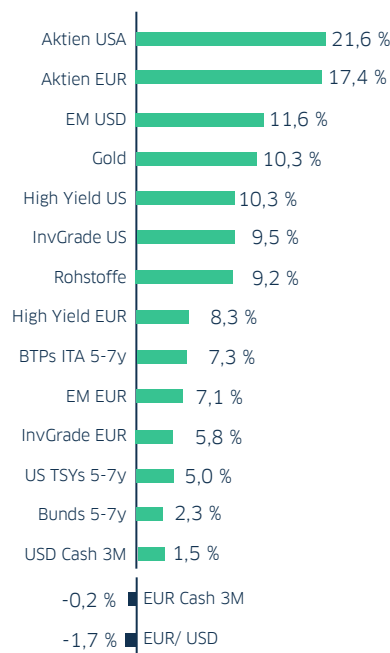
Abbildung 2: Europäisches Renditeniveau: Mittelwert der 10-jährigen Staatsanleihen-Renditen Deutschlands, Frankreichs, Belgiens, Spaniens & Portugals



— Europa Rendite 10 Yr  
— Durchschnitt seit 2001

Quelle: Bloomberg

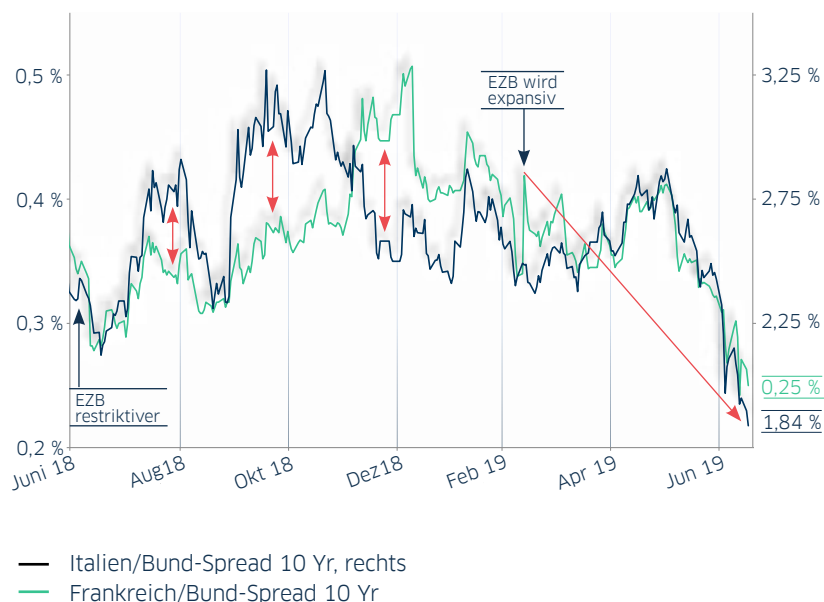
## YtD-Performances



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

Seit dem dovishen Schwenk der europäischen Zentralbank zu Beginn des Jahres 2019 verlaufen die Spreads, trotz unverändert unsicherer politischer Lage in Frankreich und Italien, deutlich homogener (siehe Abbildung 3). Die Renditen europäischer Staatsanleihen werden in eine Seitwärtsrange übergehen. In diesem „sichereren“ Umfeld sind aufgrund des höheren Renditeniveaus innerhalb der Assetklasse Peripheriebonds gegenüber Kernstaaten überzugewichtet.

Abbildung 3: Spreads italienischer und französischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen (10Yr)



Quelle: Bloomberg

### Unternehmensanleihen

Die Überschussrendite europäischer **Investment Grade Corporates** gegenüber Staatsanleihen hat sich seit der letzten Ausgabe deutlich erhöht (3,5% vs. 2,5%). Die moderate Übergewichtung der Assetklasse hat sich ausgezahlt. Bezüglich des Spreadniveaus droht mit dem Neuaufleben von QE relativ wenig Gefahr einer signifikanten Ausweitung. Die absoluten Renditen weisen mittlerweile ein historisch geringes Niveau auf (siehe Abbildung 4). Die Assetklasse verliert damit ihren Income-Charakter. Lediglich BBB-Anleihen bleiben verhältnismäßig attraktiv. Bonds mit Laufzeiten über 15 Jahre weisen ebenfalls interessante Renditen auf. Unternehmensanleihen mit besserer Bonität (IG) werden durch ein mögliches QE 2, die hohe Nachfrage nach Rendite und speziell vor dem Hintergrund anhaltender Unsicherheit, signifikant unterstützt. Die Herabstufung auf eine neutrale Gewichtung ist dem absolut niedrigen Renditeniveau der Assetklasse geschuldet.



Forward Guidance der EZB unterstützt Unternehmensanleihen

Abbildung 4: Renditen europäischer IG und HY-Corporates



Quelle: Bloomberg

**Hochzinsanleihen** konnten die IG-Performances übertreffen. Die Empfehlung zum Zeitpunkt der letzten Ausgabe (21. Mai) die Quote aufzustocken erwies sich als richtig. Vor dem Hintergrund der expansiven Notenbanken sollten sich die Spreads weiter einengen. Die High Yield-Renditen sind im historischen Kontext weniger stark gefallen als die der IG-Bonds (siehe Abbildung 4). Insbesondere „High-Beta“-Sektoren wie nachrangige Unternehmensanleihen und das „BB“-Segment innerhalb der High Yields sind attraktiv für Investoren, die mehr Rendite benötigen. Darüber hinaus ist weiter von niedrigen Ausfallraten auszugehen. Diese Gemengelage macht Hochzinsanleihen zu einem attraktiven Investment. Dabei ist besonders in dieser Assetklasse weiterhin eine hohe Granularität zu wahren. Eine Neuauflage des Kaufprogramms (QE 2) mit Ausweitung auf bonitätsstarke High Yields würde deren Renditen auf neue Tiefststände befördern und die Volatilität verringern. Wir belassen die Assetklasse folglich auf Übergewichten ohne den Zusatz moderat. Im Falle stärker als erwartet sinkender Unternehmensgewinne besteht das Risiko eines vorzeitig endenden Konjunkturzyklus.

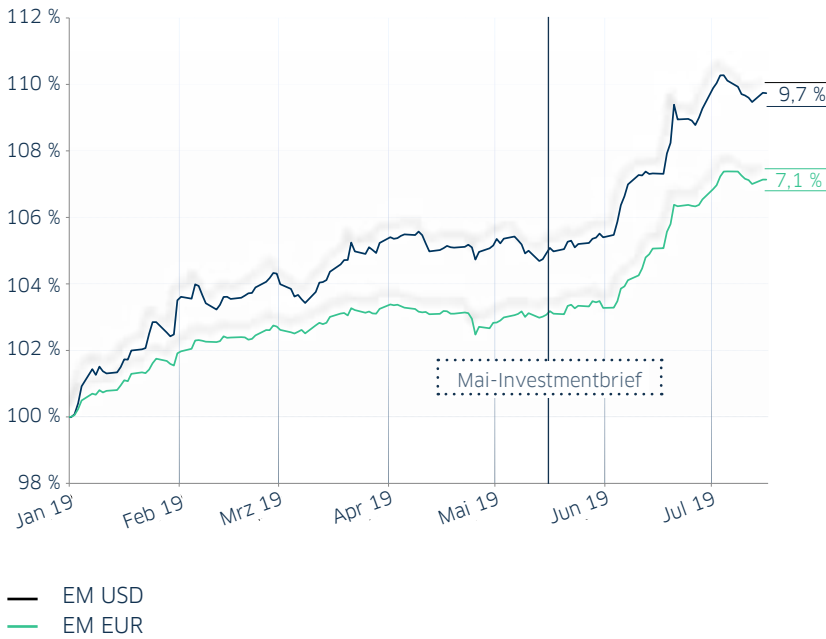
### Emerging Markets-Anleihen

Entgegen unserer Einschätzung haben Schwellenländer-Staatsanleihen in Hartwährung weiter an Performance zugelegt (siehe Abbildung 5). Der Handelskonflikt spielte eine untergeordnete Rolle. Vielmehr führten die expansiven Notenbanken der Developed wie Emerging Markets und damit einhergehenden niedrigeren Renditen, vornehmlich der US-Treasuries, dazu, dass Schwellenländer-Bonds äußerst gefragt waren. Die positiven Rahmenbedingungen sind umfassender eingepreist als in anderen Assetklassen, daher bleibt unsere Einschätzung für die Assetklasse neutral und die Quote im Income-Portfolio bei 25%. Eine sehr breite Streuung bleibt empfehlenswert.



Emerging Markets Anleihen unbeeindruckt vom Handelskonflikt

Abbildung 5: Total Return Betrachtung indexiert auf 100 per 31.12.2018: Emerging Markets-Staatsanleihen in USD (währungsgesichert) und EUR



Quelle: Bloomberg

### Fremdwährung (EUR/USD)

Der EUR/USD-Kurs pendelt weiter zwischen 1,11 und 1,14 und befindet sich aktuell in der Mitte der Range. Die Notenbanken der USA und Europas stehen beide vor der Durchführung expansiver Maßnahmen. Zuletzt wird es auf die Intensität der Aktionen ankommen. Da die FED hier mehr Spielraum hat und mehr taubenhafte Charaktere in das Board aufrücken dürften, wird dies zu einem moderat schwächeren Greenback führen. Einzelne Aktionen des US-Finanzministeriums den USD zu schwächen, würden dem bestehenden Konsens der G7-Zentralbanken widersprechen und gemäß dem Vorgehen im Handelskonflikt mit Gegenmaßnahmen belegt. Die neutrale Positionierung in dem Währungspaar wird beibehalten.

### Aktien

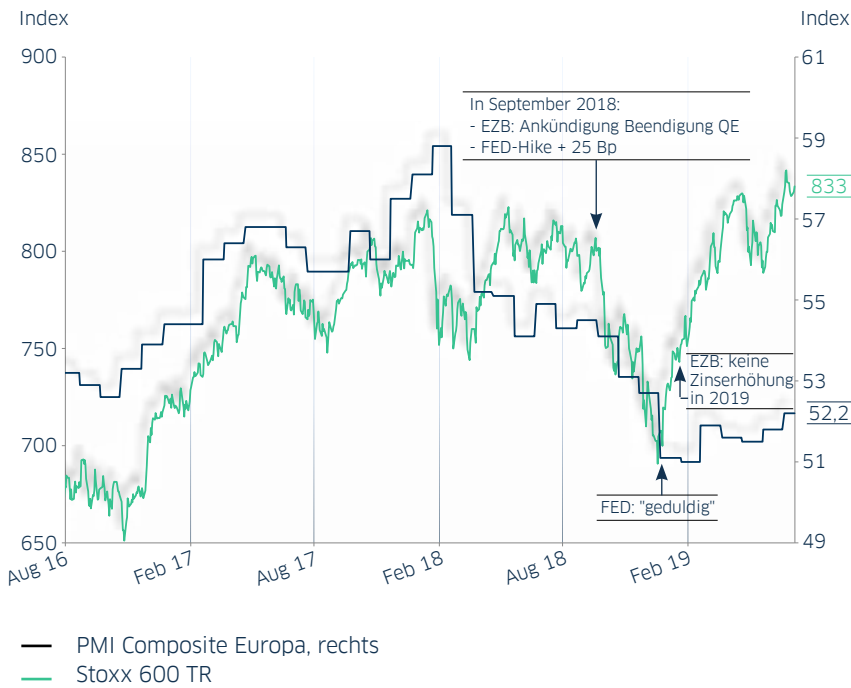
Der europäische Aktienmarkt hat sich seit Jahresbeginn von den wirtschaftlichen Frühindikatoren entkoppelt (siehe Abbildung 6). Ursächlich waren die Ankündigungen der FED sowie der EZB hin zu einer expansiveren Geldpolitik um den Jahreswechsel. Die moderate wirtschaftliche Erholung im PMI-Composite Index wird vom Service Sektor getragen. Der Manufacturing-PMI bleibt schwach. Erste Gewinnwarnungen aus dem Industriesektor bestätigen den Indikator. Der Service Sektor in Developed Markets trägt circa 70% zum BIP bei und ist entsprechend relevanter.

Eine direkte Unterstützung des Aktienmarktes durch QE 2 ist unwahrscheinlich. Jedoch werden alle Risiko-Assets indirekt durch die Investorensuche nach Rendite profitieren. Mit der Ankündigung eines weiteren Kaufprogrammes wird die Konjunktur unterstützt und das Risiko stärkerer Marktabrisse gemildert. Dieses wohnt einer weiteren Eskalation des Handelskonfliktes zwischen den USA und China inne. Die Aktienmärkte haben weiteres Potenzial, wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht signifikant verschlechtern. Wir empfehlen weiterhin die Beimischung amerikanischer Unternehmen und bleiben neutral gewichtet.



Aktienmärkte von den Konjunkturerwartungen entkoppelt

Abbildung 6: Verlauf des STOXX 600 TR-Index und des europäischen PMI Composite (Frühindikator für die Konjunktur)




Quelle: Bloomberg

### Fazit

Das gedämpfte Wirtschaftswachstum und disinflationäre Entwicklungen lassen Notenbanken sowohl in den Industrienationen als auch in den Schwellenländern Zinssenkungen durchführen. Das globale Universum negativ rentierlicher Bonds ist inzwischen auf ein Allzeithoch von 13 Billionen USD angestiegen. Bis Mitte 2014 gab es noch keinen Bond mit negativer Rendite. Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB in den letzten Jahren führte bisher nicht zum gewünschten Ergebnis. Die Eurozone befindet sich vielmehr auf dem Weg zur „Japanisierung“ der Renditekurven. Die Suche nach Rendite unterstützt bis auf weiteres eine positive Marktentwicklung von Risiko-Assets und lässt damit die Risikoprämien konvergieren. Damit erhöht sich die Risikoaffinität (Laufzeit, Bonität, Liquidität) und die Portfoliokonstruktion in Gänze verändert sich. Zeitgleich bewirkt dies eine Verknappung von sicheren Assets. Der Einsatz und die bereitgestellte Liquidität der Notenbanken ist hierfür der zentrale Treiber und wird mit QE 2 weiter forciert. Im aktuellen Marktumfeld raten wir daher zu Investments in diversifizierte Income-Assets. Grundlage sind die nach wie vor angemessenen risiko-adjustierten Performanceerwartungen. Eine jederzeit denkbare Eskalation des Handelskonflikts bleibt die größte Gefahr.

*Frank Hagenstein*

Ihr  
Frank Hagenstein

 **Diversifizierte  
Income Assets  
bleiben risikoadjustiert attraktiv**

Income Portfolio	Anteil alt	Anteil neu
Corporates EUR-IG	22,5 %	15,0 %
Corporates US-HY	10,0 %	12,5 %
Corporates EUR-HY	35,0 %	35,0 %
EM-Anleihen (Hartwhg.)	25,0 %	25,0 %
Aktien Europa/USA	7,5 %	7,5 %
Cash	0,0 %	5,0 %



## 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 überprüfbar, 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  
Ralph Holder  
Thomas Wintermantel

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@  
LBBW.de**

**Redaktionsschluss:**  
17.07.2019