



LB  BW

Investmentbrief

22. November 2019

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
Vorsitzender der
Geschäftsführung; CIO
LBBW Asset Management



Kapitalmarktumfeld

Die Renditeniveaus europäischer und amerikanischer Staatsanleihen sind von ihren Tiefständen Anfang September signifikant gestiegen. Der Zinsmarkt geht damit von einem verringerten Rezessionsrisiko aus. Eine nachlassende Wachstumsdynamik wird die Inflation, trotz des erneuten Kaufprogramms der EZB, in Europa weiter belasten. Das EZB Inflationsziel von derzeit 2,0% wird in 2020 voraussichtlich noch nicht gesenkt werden. Daher ist eine Trendwende im Hinblick auf das Niedrigzinsniveau in Europa nicht zu erwarten. Der Handelskonflikt zwischen den USA und China war im Jahr 2019 der entscheidende Markttreiber und wird auch das Marktgeschehen der nächsten Jahre prägen.

Noch vor ein paar Wochen wurde die Wahrscheinlichkeit einer globalen Rezession in den kommenden sechs bis zwölf Monaten relativ hoch bewertet. Inzwischen stellt sich das Chance/Risiko-Verhältnis als Equilibrium dar. Positive Nachrichten im Hinblick auf die Handelsgespräche und den Brexit waren die Auslöser. Die Hoffnungen auf einen



**Rezessionsrisiko
gesunken**

„Phase 1“-Deal inklusive teilweiser Rücknahmen von Handelszöllen zwischen den USA und China nehmen zu. Der 15. Dezember wird als nächstes Ereignis die Richtung weisen. Dann beabsichtigt die US-Regierung neue Importzölle auf Waren aus China einzuführen. Die zum Jahresende 2020 anstehenden US-Präsidentschaftswahlen könnten die Eskalationen der USA gegenüber China ab dem Frühjahr milder ausfallen lassen. US-Wahlkampfsjahre sind grundsätzlich gute Börsenjahre, die Volatilität an den Kapitalmärkten wird jedoch bei den Vorwahlen ansteigen. Es ist zu erwarten, dass sich insbesondere der Wettbewerb um die Technologievorherrschaft zwischen den beiden größten Volkswirtschaften noch lange hinziehen wird. Die Sprunghaftigkeit des US-Präsidenten birgt die größte Unsicherheit für die Kapitalmärkte. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass eine Eskalation der politischen Situation in Hongkong eine mögliche Jahresendrallye gefährdet. China duldet keine Einmischung von außen. US-Gesetzesentwürfe zur Unterstützung der Protestbewegung in Hongkong gefährden dabei das Handelsabkommen.

Die konjunkturelle Situation in Europa hat sich leicht verbessert. Die finalen Einkaufsmanagerindizes für Oktober wurden nach oben revidiert. Die Industrieproduktion im Euroraum ist im September unverändert geblieben. Genauso konnte das BIP-Wachstum der Eurozone im dritten Quartal mit 0,2% gegenüber dem Vorquartal die Erwartungen übererfüllen. Der Fristablauf aus dem „Trade Expansion Act“, Zölle auf europäische Autoimporte zu erheben, kann positiv für Europa gewertet werden.

Die amerikanische Notenbank, die EZB und weitere Notenbanken unterstützen die Konjunktur mit synchronisierten expansiven Maßnahmen. Die Notenbankpolitik trägt den positiven Konjunkturzyklus. Fiskalpolitische Investitionen einzelner Mitgliedsstaaten unterstützen bereits zusätzlich. Die Risiken aus den Handelskonflikten und dem Brexit sowie die daraus abgeleiteten Konjunktursorgen bleiben evident. Durch die jüngste Entspannung bei den politischen Unsicherheiten können die Währungshüter in einen „abwartenden“ Modus gehen und analysieren, ob die durchgeführten Maßnahmen ihre Wirkung entfalten. Selbst ein kurzfristig sehr positives Szenario wird die Zentralbanken nicht dazu bringen eine restriktive Geldpolitik zu forcieren. Der Markt rechnet mit einer weiteren Leitzinssenkung der Fed bis zur Sommerpause 2020. In Europa bleibt abzuwarten, ob die EZB unter der Führung von Frau Lagarde die aktive Rolle an den Kapitalmärkten weiter forciert oder ob unter ihrem Regime mehr Kompromisse aus den Interessen der einzelnen Mitgliedsländer entstehen. Die Bemühungen der Präsidentin den EZB-Rat wieder zu vereinen, stellt die Grundlage für eine weiter schlagkräftige EZB dar. Jüngst fordert sie seitens der Politik unterstützende fiskalische Maßnahmen.

Eine große Herausforderung für Investoren stellt die Bewertung der Risiken aus dem Klimawandel dar. Den überwiegend kurzfristigen Gefahren aus der Umstellung auf eine kohlenstoffärmere Wirtschaft (Transition) stehen die eher langfristigen Folgen des Klimawandels gegenüber. Zusätzlich bieten soziale Werte und eine verantwortungsbewusste Unternehmensführung große Chancen für Unternehmen.



Europas Konjunktur stabilisiert sich



Notenbanken auf Stand By

Exkurs Nachhaltigkeit

ESG charakterisiert in der Finanzbranche den Nachhaltigkeits-Ansatz der mittels Scores und Ratings, Unternehmen bewertbar und damit vergleichbar macht. ESG steht für Environment, Social and Governance. Dabei wird Nachhaltigkeit zu den Themen Umwelt, Soziales und Unternehmenssteuerung bewertet. Das größte Risiko geht aktuell vom Klimawandel aus (Umwelt). Der atmosphärische Anstieg der Treibhausgasemissionen führte bislang zu einer Erhöhung der globalen Durchschnittstemperatur von 1,0°C. Die im Pariser Klimaabkommen beschlossene globale maximale Erderwärmung in Höhe von 1,5°C wird wahrscheinlich zwischen 2030 und 2052 erreicht werden¹. Gemäß Modellrechnungen aus 2019 könnten sich die weltweiten Schäden bei einer Fortschreibung der aktuellen Treibhausgasemissionen auf 550 Billionen USD summieren². Darüber hinaus bergen weitere Umweltthemen wie der Schutz der Biodiversität oder Wasserressourcen sowie Soziale Trends und Unternehmensführungsaspekte Reputationsrisiken und/oder finanzielle Einbußen.

Das Emissionsvolumen von Green Bonds wird 2019 mit 220 Mrd. Euro erwartet. Dies entspricht im Vergleich zum Vorjahr einer Steigerung um 56%. Die KfW, als Daueremittent von Green Bonds konnte zuletzt einen Vorteil von einem Basispunkt gegenüber einer vergleichbaren normalen Anleihe ermitteln. Laut dem Institut reagieren die Papiere damit auf eine immer größere Nachfrage. Studien zeigen, dass Aktienstrategien auf Unternehmen mit guten ESG-Kriterien über die Jahre vergleichbare Ergebnisse wie herkömmliche Fonds aufweisen. ESG Fonds werden zukünftig vom Umdenken der Investoren bezüglich des Themas Nachhaltigkeit profitieren.



**ESG-Integration in
Investmentprozess
birgt signifikante
Vorteile**



¹ IPCC, "Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C", 2018

² Chief Risk Officers Forum, "The heat is on", 2019

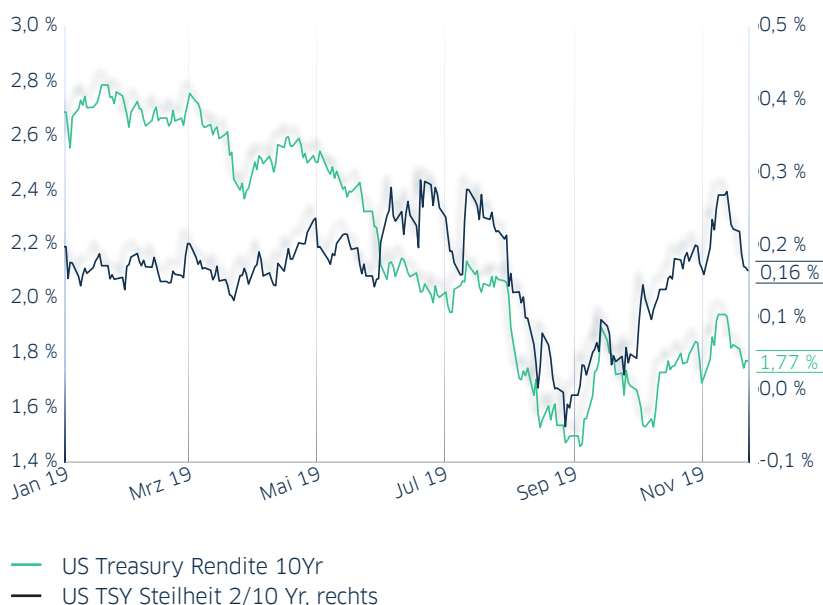
Asset Allocation

Die gute Performance der Risiko-Assets konnte in 2019 das Niedrigzinsniveau für Investoren kompensieren (siehe Abbildung rechts). Die Entspannung im Handelskonflikt könnte die zuletzt stattgefundenen Umschichtung von sicheren Anlagen hin zu Risiko-Assets prolongieren. Der Spielraum für Wertsteigerungen wird allerdings im Vergleich zu 2019 deutlich geringer ausfallen.

Euro-Staatsanleihen

Die 10-jährige Bundrendite und ihr US-Treasury-Pendant stiegen seit ihren Tiefs im September jeweils um circa 0,4%-Punkte. Diese Bewegung ist hauptsächlich auf die Ausweitung der Laufzeitenprämie zurückzuführen. Die Steilheit der US-Treasury-Kurve notierte über dem Stand vor der Eskalation des Handelskonflikts Anfang August (siehe Abbildung 1). Eine Zinserhöhung vor der US-Wahl 2020 ist vom Markt nahezu ausgepreist. Entscheidend für den weiteren Verlauf der Assetklasse werden die Entwicklung im Handelskonflikt und die der globalen Frühindikatoren sein. Eine Verlängerung des Konjunkturzyklus wird wahrscheinlicher. Dies ginge auch mit weiter steigenden Renditen einher. Positive Bundrenditen mit zehnjähriger Laufzeit sollten allerdings lediglich bei einer überraschend ausgeprägten Verbesserung des Gesamtbildes erreicht werden. Vor dem Hintergrund der verbesserten Wirtschaftslage wird das Untergewicht der Assetklasse beibehalten.

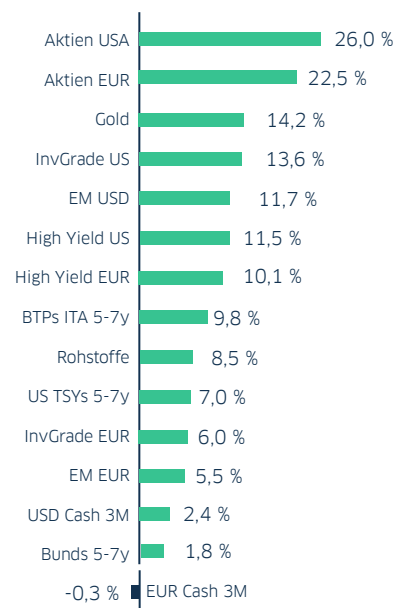
Abbildung 1: 10-jährige Treasury-Rendite sowie die Steilheit der US-Treasury-Kurve zwischen 2 und 10 Jahren Laufzeit



Quelle: Bloomberg

Die Halbwertszeit italienischer Regierungen könnte sich weiter reduzieren. Am 26. Januar 2020 finden Wahlen in der norditalienischen Region Emilia-Romagna statt. Sollte die Lega in der traditionell politisch links-orientierten Region die meisten Stimmen bekommen, besteht das Risiko eines vorzeitigen Endes der aktuellen Regierung. Italienische Staatsanleihen sollten jetzt innerhalb der Assetklasse untergewichtet werden. In Spanien brachten die Neuwahlen erneut keine stabile Regierung hervor. Die Parteien der Ränder konnten Stimmen hinzugewinnen. Spanische Staatsanleihen werden aufgrund ihrer vergleichsweise geringeren Volatilität innerhalb der Assetklasse auf neutral belassen.

YtD-Performances



Quelle: Bloomberg

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

Abbildung 2: Spreads italienischer und spanischer Staatsanleihen zu Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit



Quelle: Bloomberg

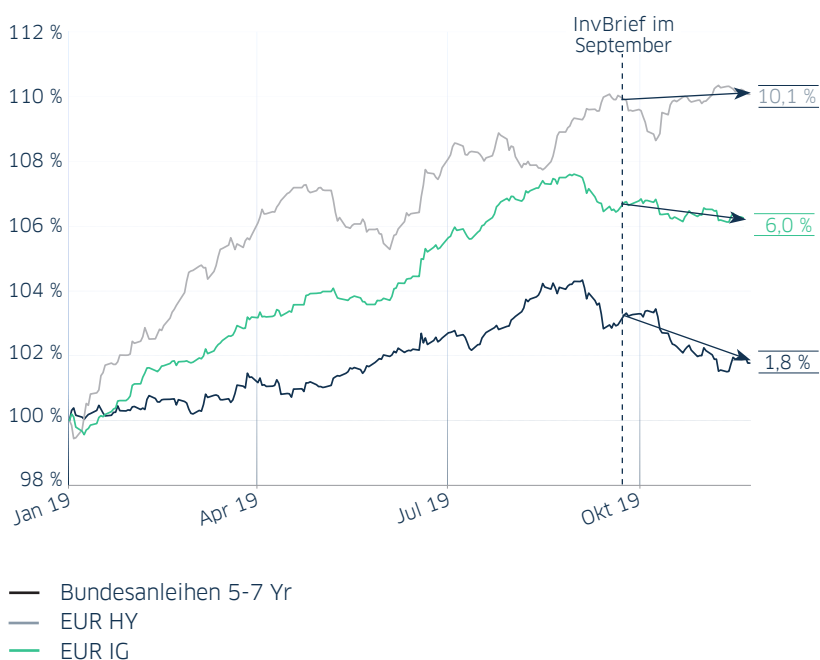
Unternehmensanleihen

Das Kaufprogramm der EZB startete am 1. November. Zuletzt haben Investment Grade-Corporates aufgrund des Zinsanstieges in Summe leicht an Wert eingebüßt. Hochzinsanleihen konnten diesen dagegen gut kompensieren (siehe Abbildung 3). Im Vergleich zur Wertentwicklung deutscher Staatsanleihen hat sich die Übergewichtung der Corporates ausgezahlt (positiver Excess-Return). Die Jahresperformance der in Euro denominierten High Yield-Bonds hat sich weiter verbessert.



Die Nachfrage nach Unternehmensanleihen bleibt gut unterstützt

Abbildung 3: YtD-Performances europäischer IG und HY-Corporates, Indexiert auf 100% zu Beginn des Jahres 2019

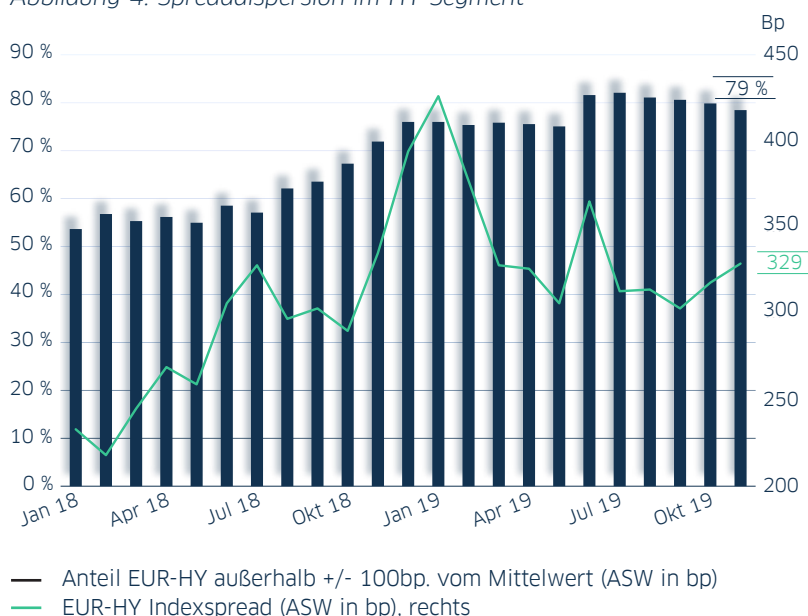


Quelle: Bloomberg

Die Gewinne europäischer Unternehmen für das dritte Quartal übertrafen die im Vorfeld abgeschwächten Prognosen leicht. Allerdings hat der Verschuldungsgrad der Unternehmen einen neuen Höchststand erreicht. Forciert hat dies insbesondere in den USA der „Shareholder Value“ Ansatz. Die darüber finanzierten Netto-Aktienrückkäufe haben mit einer Billion USD ein Rekordvolumen erreicht. Ratingagenturen sensibilisieren Unternehmen dahingehend, die Fortführung dieses Vorgehens in Frage zu stellen. Viele Emittenten aus dem Investment Grade-Segment beginnen bereits mit dem Schuldenabbau. Die Kosten für eine Herabstufung auf ein High Yield-Rating hätten einen signifikant höheren Zinsaufwand zur Folge. Hauptsächlich sind die BBB-Emittenten davon betroffen (circa 50% Anteil im IG-Index). Expansive Notenbanken, eine wahrscheinliche Lösung im Handelskonflikt und stabilisierte Konjunkturdaten begründen eine Beibehaltung der Übergewichtung in Investment Grade Bonds und Hochzinsanleihen. BB-Anleihen werden innerhalb des High Yield-Segments weiter bevorzugt. Ein nachlassendes Gewinnwachstum in Kombination mit höheren Credit Spreads können bei einem erhöhten Verschuldungsgrad zu einer Abwärtsspirale führen. Im High Yield-Segment ist eine klare Auswahl zu Gunsten guter Bonitäten zu erkennen. Die Dispersion der Credit-Spreads hat über die letzten beiden Jahre zugenommen (siehe Abbildung 4).

 **Niedrigzinsniveau führt zu einer hohen Dispersion bei Hochzinsanleihen**

Abbildung 4: Spreaddispersion im HY-Segment



Quelle: Bloomberg

Emerging Markets-Anleihen

Der Verlauf der chinesischen Währung zum USD spiegelte die Ereignisse im Handelskonflikt gut wider. Die Entwicklung der einzelnen Emerging Markets-Währungen gestaltete sich insgesamt uneinheitlich. Staatsanleihen mit hohen Renditen profitierten nur leicht, während sich die Staatsanleihen mit niedrigeren Renditen und wachstumsempfindlichen Währungen sehr gut entwickelten. Insgesamt hat sich der seit Oktober bestehende Reflations-Trend bei Rohöl und den Emerging Markets noch nicht materialisiert. Politische Risiken in Lateinamerika und Asien (Hongkong) sowie schwächere Konjunkturdaten in China belasten die Schwellenländer. Den Hartwährungsemissionen sollten außerdem die jüngsten Renditeanstiege der US- und EU-Staatsanleihen Konkurrenz machen. Die Überrendite ist jedoch weiterhin als relativ attraktiv einzustufen. Daher belassen wir die Assetklasse auf Neutral.

 **Innenpolitische Themen belasten Emerging Markets**

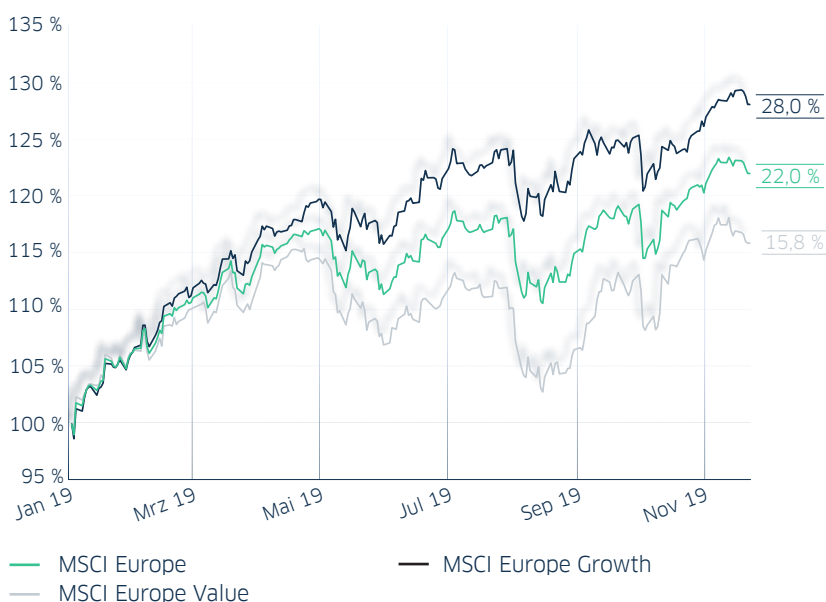
Aktien

Die globalen Aktienmärkte haben am stärksten profitiert. Die verminderten geopolitischen Unsicherheiten führten zu rückläufigen Rezessionsängsten. Eine positive Wendung des Konjunktursentiments wird wahrscheinlicher. Marktteilnehmer schätzen das zukünftige Investitionsverhalten der Unternehmen (Capex) deutlich positiver ein. Die Aktienfondsbranche weist zudem die niedrigsten Cash-Quoten seit 2013 auf. Dass die Branche nahezu vollständig investiert ist, stellt sich tendenziell als Kontraindikator dar. Dennoch haben sich die marktbeeinflussenden Risiken zum Jahresende verringert. Die neutrale Gewichtung der Assetklasse wird fortgeführt. Die Beimischung der US-Werte wird trotz einer vergleichsweise höheren Bewertung vorerst beibehalten.



Aktien profitierten am meisten

Abbildung 5: YtD-Performances des europäischen Aktienmarktes (MSCI-Europe) und dessen Style-Indices Value und Growth, Indexiert auf 100% zu Beginn des Jahres 2019



Quelle: Bloomberg

Fazit

Die Bewertungen der Risiko-Assets haben ein vergleichsweise hohes Niveau erreicht. Volkswirte warnten kontinuierlich vor dem Ende des lang anhaltenden positiven Wirtschaftszyklus. Sollten die Zollandrohungen der US-Regierung auch im Falle eines Scheiterns des Phase-1-Abkommens nicht umgesetzt werden, kann die positive Trendumkehr über den Jahreswechsel weiter fortschreiten. Ein angemessenes Risikomanagement ist in Phasen sich verschlechternder wirtschaftlicher Rahmenbedingungen unabdingbar. Eine effiziente Risikosteuerung ermöglicht hohe Grade an Kontrolle und Risikominimierung.

Mit Multi-Asset-Strategien partizipiert der Investor rendite-/risikooptimal an der künftigen Marktentwicklung. Der höhere Diversifikationsgrad gegenüber klassischen Mandaten verbessert die Erfolgchancen und kann darüber hinaus die Anomalien der aktuellen Marktgegebenheiten gegenüber der Vergangenheit kompensieren. Die Integration der ESG-Faktoren erschließt eine zusätzliche Opportunität auf stabile Investments. Income Assets waren bisher in 2019 sehr erfolgreich (YtD: 9,5%). Bleibt das Niedrigzinsniveau erhalten, wovon auszugehen ist, bietet eine ausgewogene Income-Strategie auch zukünftig adäquate Renditechancen.



Hohe Assetpreise erfordern ein stringentes Risikomanagement

Income Portfolio	Anteil neu	Delta
Corporates EUR-IG	20,0 %	-
Corporates US-HY	12,5 %	-
Corporates EUR-HY	30,0 %	-
EM-Anleihen (Hartwhg.)	20,0 %	-
Aktien Europa/USA	7,5 %	-
Cash	10,0 %	-

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
Ralph Holder
Thomas Wintermantel

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@
LBBW.de**

Redaktionsschluss:

22.11.2019