



LB≡BW

Investmentbrief

31. März 2020

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

Eine rasante Umkehr des Risikosentiments prägte die globalen Kapitalmärkte in den vergangenen Wochen. Obgleich die Ausbreitung des neuartigen Coronavirus in China bereits im Januar für erste Verunsicherung sorgte, setzte sich die Rekordjagd an den Aktienmärkten zunächst weiter fort. Erst das Übergreifen des Virus auf Europa brachte einen – in dieser Geschwindigkeit noch nie gesehenen – Stimmungsumschwung seit der letzten Februarwoche. Das Anspringen des Volatilitätsindex VIX, von weniger als 15 auf über 80 Prozent in nicht einmal vier Wochen, verdeutlichte dies. Kurzzeitig wurden sogar die Höchststände zu Zeiten der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 übertroffen (siehe Abb. 1).

Um der schnellen Ausbreitung der Corona-Pandemie entgegenzuwirken, wird weltweit mit drastischen Maßnahmen reagiert. Hierzu zählen Grenzkontrollen, die Schließung zahlreicher Geschäfte und Be-



**Volatilität erreicht
wieder Höchststände
von 2008**

triebe sowie Ausgangsbeschränkungen. Damit wird das Wirtschaftsleben sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite massiv beeinträchtigt. Weltweite Produktions- und Lieferketten kommen zum Erliegen, während sich die Konsumstimmung der Verbraucher stark eintrübt. Mehr als drei Millionen Anträge auf Arbeitslosenhilfe in den USA binnen einer Woche – so viel wie nie zuvor – sprechen eine deutliche Sprache.

Darüber hinaus führten die am 7. März überraschend geplatzten Verhandlungen über eine Begrenzung der Öl-Fördermengen zwischen der OPEC und Russland zu zusätzlicher Verunsicherung der Anleger. Es entwickelt sich seitdem ein Preiskrieg, welcher den Ölpreis auf Talfahrt schickte. Der Preis für ein Barrel Rohöl der Sorte WTI verringerte sich um über 60 % seit Ende Februar auf nur noch 20 US-Dollar. Für ölproduzierende Unternehmen ist dieses Niveau nicht mehr einträglich und belastet die Ertragsbasis erheblich. Dabei sind vor allem kleinere amerikanische Fracking-Unternehmen betroffen. Dies birgt das Risiko steigender politischer Spannungen zwischen den USA und Russland. Dennoch sind hier aktuell Gespräche in Gange.

Eine nochmalige Beschleunigung der Kursverluste bei Risiko-Assets war die Folge. Der S&P 500 verlor, ausgehend vom Allzeit-Hoch am 19. Februar, in der Spitze 34 %. Unternehmensanleihen kamen ebenfalls stark unter Druck, befeuert durch Abflüsse bei großen ETFs. Die Preisstellung von großen Investmentbanken wurde weitgehend eingestellt, was die Liquidität am Corporate-Bondmarkt ausgetrocknet hat.

Um den Verwerfungen an den Kapitalmärkten sowie den wirtschaftlichen Folgen der Pandemie entgegenzuwirken, reagieren Notenbanken und Regierungen weltweit mit monetären und fiskalischen Stützungsmaßnahmen. So wurde in den USA ein Rekord-Konjunkturpaket in Höhe von zwei Billionen Dollar verabschiedet. Die Federal Reserve ist mittlerweile zu Anleihekäufen in unbegrenzter Höhe bereit und wird indirekt auch am Markt für Unternehmensanleihen aktiv. Zugleich erhöht auch die EZB den Einsatz und dürfte allein 2020 Anleihen im Wert von mehr als einer Billionen Euro erwerben.

Die entschlossenen Maßnahmen zeigen bereits Wirkung. Riskantere Assetklassen erholten sich etwas von den Tiefstständen und die Geldaufnahme am Primärmarkt für Anleihen ist – zumindest für bonitätsstärkere Unternehmen – wieder möglich.

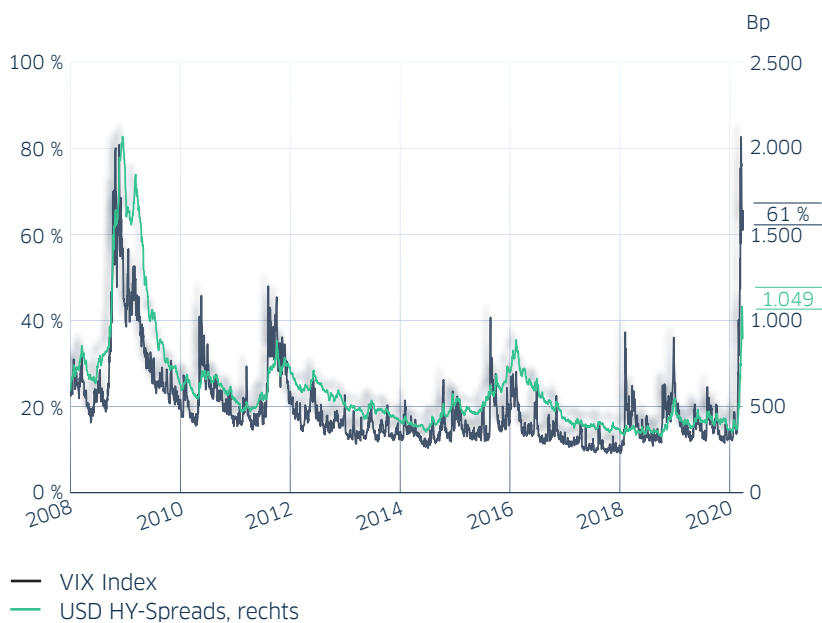
Für den weiteren Verlauf im Jahr 2020 werden, neben den beschriebenen Stützungsmaßnahmen, weitere Faktoren ausschlaggebend sein. Höchste Priorität hat die Aussicht auf eine Verlangsamung der Pandemie. Ohne ein spürbares Abnehmen der Ansteckungsraten wird eine Rückkehr zu wirtschaftlicher Normalität nur schwer möglich sein. Diese ist aber Voraussetzung für die Einschätzung von Dauer und Schwere der nun wohl unausweichlichen Rezession. Erst dann kann ein stabiler Erholungspfad an den Kapitalmärkten besritten werden, der zumeist einige Monate vor Ende der Rezession einsetzt. Basis für einen anhaltend positiven Trend sind damit medizinische Erfolge bei der Eindämmung und womöglich sogar Behandlung der Covid-19-Fälle. Vor allem letzteres ist entscheidend, um zu verhindern, dass die Mortalitätsraten nach einer Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen wieder ansteigen.



Stützungsmaßnahmen von Staaten und Notenbanken als Reaktion auf die Krise

Im Anschluss kann der Blick wieder verstärkt auf weitere Themen gerichtet werden, die Einfluss auf die Marktentwicklung nehmen. Hierzu wird beispielsweise der US-Präsidentschaftswahlkampf zählen. Einen nahezu uneinholbaren Vorsprung bei den Vorwahlen der Demokraten hat Joe Biden, der damit im November Donald Trump herausfordern dürfte. Diese Wahl sollte an den Finanzmärkten für weniger Unsicherheit sorgen als der Kandidat Bernie Sanders.

Abbildung 1: Verlauf des US-Volatilitäts-Index VIX und USD-HY-Spreads (rechts)



Quelle: Bloomberg

Asset Allocation

Ein herausforderndes Jahr hatten wir im Rahmen des letzten Investmentbriefs zwar antizipiert, das Ausmaß der Verwerfungen übersteigt das Erwartete jedoch erheblich. Die empfohlene, vorsichtigere Positionierung inklusive der Erhöhung der Cash-Quote hat sich gleichwohl als nützlich erwiesen.

Mittlerweile haben sich die Voraussetzungen ins Gegenteil verkehrt. Aktien und Unternehmensanleihen sind nach einer Neubepreisung wieder deutlich attraktiver bewertet. Die Volatilität liegt weit über dem langjährigen Durchschnitt und die Anleger haben sich stark defensiv positioniert. Dies manifestierte sich beispielsweise in Rekord-Zuflüssen in Geldmarktfonds.

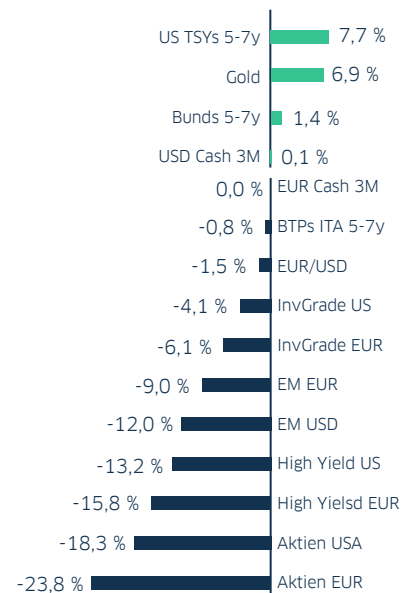
Die technischen Voraussetzungen für eine Erholung sind demnach gegeben. Zudem sind staatliche Stützungsmaßnahmen auf dem Weg. Nichtsdestotrotz bleibt die Unsicherheit – angesichts des Ausmaßes der Herausforderung durch die Viruspanemie – erheblich. Marktschwankungen in beide Richtungen und eine ausgeprägte Differenzierung, z.B. zwischen unterschiedlichen Branchen, sind die sichere Folge in den kommenden Monaten.

Euro-Staatsanleihen

Außergewöhnliches tat sich an den Staatsanleihemärkten. Mit dem Eskalieren der Corona-Krise waren zunächst sichere Häfen gefragt und die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe fiel entsprechend auf ein neues Rekordtief bei -0,9 % am 9. März. Obgleich der Abverkauf riskanter Anlageklassen zu diesem Zeitpunkt noch weiterging, drehten nun auch Bundesanleihen scharf ins Minus. Die o.g. Rendite stieg in wenigen Tagen bis auf -0,2 %. Zum einen mag die Aussicht auf eine höhere Staatsverschuldung und ein damit einhergehendes höheres Angebot eine Rolle spielen. Die Heftigkeit der Bewegung war zum anderen aber auch der Tatsache geschuldet, dass Staatsanleihen zur Cash-Generierung liquidiert wurden. Ähnliches war bei Gold zu beobachten, das während des Risiko-Abverkaufs an Wert verlor.

Daneben war die Entwicklung bei Anleihen der europäischen Peripherie besorgniserregend. Der Renditeaufschlag italienischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen bspw. stieg im 10-jährigen Laufzeitenbereich bis auf knapp 3 Prozentpunkte und selbst französische Rentenpapiere zeigten in Relation zu den deutschen Pendanten Schwäche. Hohe Mortalitätsraten in Italien und Spanien sowie Sorgen um ein Auseinanderbrechen der Eurozone dürften die EZB veranlasst haben, ihre Anleihekäufe auszuweiten. Die „Pandemic Emergency Purchase Programme“ (PEPP) genannte Maßnahme wird die „Feuerkraft“ der Notenbank um weitere 750 Mrd. Euro erhöhen. Wichtig in diesem Zusammenhang sind technische Abweichungen von den bislang laufenden QE-Programmen. So wird das PEPP nicht auf die Obergrenze von 33 % angerechnet, bis zu welcher die EZB sich an den ausstehenden Staatsschulden der einzelnen Länder beteiligen darf. Zudem – und hier wird der Wille zur gezielten Stützung der Euro-Peripherie deutlich – werden Abweichungen vom Kapitalschlüssel zulässig sein. Selbst griechische Staatsanleihen, bislang aufgrund des High-Yield-Ratings nicht von der EZB berücksichtigt, können erworben werden. Hier werden Erinnerungen an Draghis „Whatever it takes“-Aussage vom Juli 2012 wach. Das PEPP dürfte die Neuauflage dieses Versprechens sein. Der hohe Einsatz der EZB wird den Effekt steigender Staatsschulden auf die Staatsanleihe-Renditen zwar teilweise abmildern, die Allokation von Euro-Staatsanleihen belassen wir beim aktuellen Niveau aber

YtD-Performances 2020



Quelle: Bloomberg

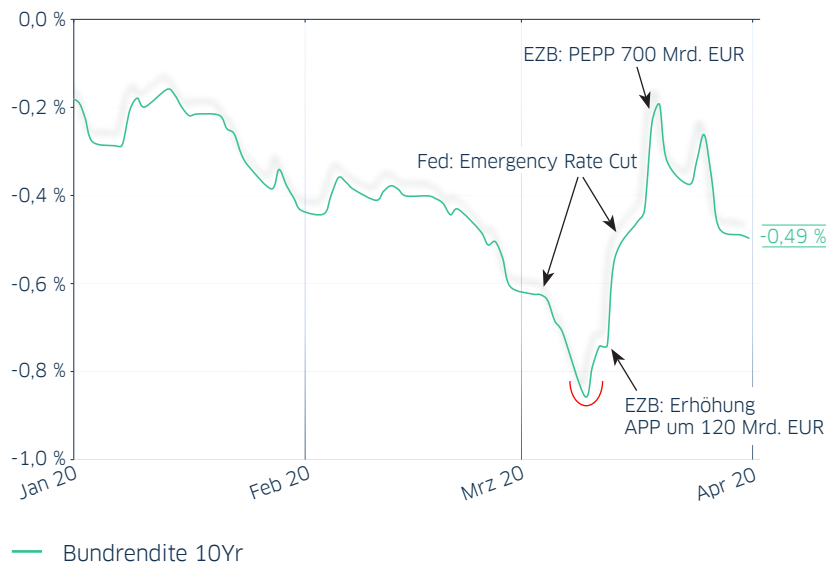
Asset Allocation	
EM-Anleihen	→
Investment Grade	↗
High Yield	→
Aktien	↗
Staatsanleihen	↘



Mehr Anleihekäufe der EZB sollen Peripherie stützen

auf Untergewichten. Die Anleihekäufe können aber zu einer weiteren Kompression des Renditeunterschieds zwischen dem Kern der Eurozone und der Peripherie führen. Diese Bewegung kann durch die Diskussion um „Corona-Bonds“, gemeinsame Schulden der Länder der Eurozone, zusätzlich an Fahrt gewinnen.

Abbildung 2: Renditeentwicklung von 10-jährigen Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg

Unternehmensanleihen

Eine prägende Rolle im weiteren Jahresverlauf wird die EZB auch bei Euro-Unternehmensanleihen spielen. Bereits vor der Aufstockung des zur Verfügung stehenden Kaufvolumens hat die Europäische Zentralbank für rund 5 Mrd. Euro im Monat Corporate-Bonds erworben. Dieser Betrag wird sich in den kommenden Monaten voraussichtlich auf 25-30 Mrd. Euro erhöhen. Abhängig von der Markt- und Liquiditätsentwicklung ist im Anschluss eine langsame Reduzierung denkbar. Angesichts des bisherigen Rekordes im September 2016 von lediglich knapp 10 Mrd. Euro, stellt dies einen erheblichen Eingriff in den Unternehmensanleihesektor dar. Bereits jetzt hält die EZB rund 20 % des für sie in Frage kommenden Marktes, bis Jahresende könnte der Anteil auf 33 % steigen. Diese Unterstützung ist essentiell, um die ausgetrocknete Liquidität in den Markt zurückzubringen. Auf längere Sicht kann es aber zu einem gegenteiligen Effekt kommen. Große Teile des Marktes in der Hand eines „Buy-and-Hold“-Anlegers werden die am Sekundärmarkt umlaufenden Stücke verringern. Perspektivisch kann dies v.a. außerhalb von Krisenzeiten den Kauf von Anleihen erheblich erschweren.

Wir sehen EUR-IG Corporates derzeit als attraktive Anlageklasse. Dies manifestiert sich in einer Rendite von ca. 1,8 % (gegenüber 0,5 % zu Jahresbeginn). Der Spread bewegt sich dabei deutlich (zwei Standardabweichungen) über dem langjährigen Mittel und bietet trotz zu erwartenden Rating-Herabstufungen Einengungspotential.

Die Spreads von EUR-Hochzinsanleihen haben sich seit dem 21. Februar erheblich ausgeweitet (von 310 auf aktuell 760 Basispunkte). Ein deutlicher BIP-Rückgang ist damit eingepreist. Während der Eurokrise 2011 erreichten die Spreads kurzzeitig aber noch etwas höhere Niveaus. Im Unterschied hierzu ist die Realwirtschaft in der Corona-Krise noch stärker betroffen. Die anhaltend hohe Unsicherheit birgt daher



Fokus der EZB liegt auch auf Unternehmensanleihen

kurzfristig das Risiko weiterer Ausweitungen. Zudem kommt der High Yield-Sektor nicht in den Genuss der Anleihekäufe durch die EZB. Dies belastet die Refinanzierungskonditionen und wir rechnen mit einer Verdopplung der Ausfallraten vom aktuellen Niveau aus. In den hohen Spreads ist dies eingepreist, wir behalten die neutrale Gewichtung für High Yield-Titel daher bei.

Unter Stress geriet auch der USD Corporate-Bondmarkt. Vor allem das kurze Ende kam unter Druck, welches zur Schaffung von Liquidität verstärkt abverkauft wurde. Auf den kurzen Laufzeitenbereich bis maximal fünf Jahre fokussieren sich auch die neuen Kreditfazilitäten der Federal Reserve sowie die Commercial Paper-Käufe. Mit diesen wird die US-Notenbank erstmals bei USD-Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating tätig.

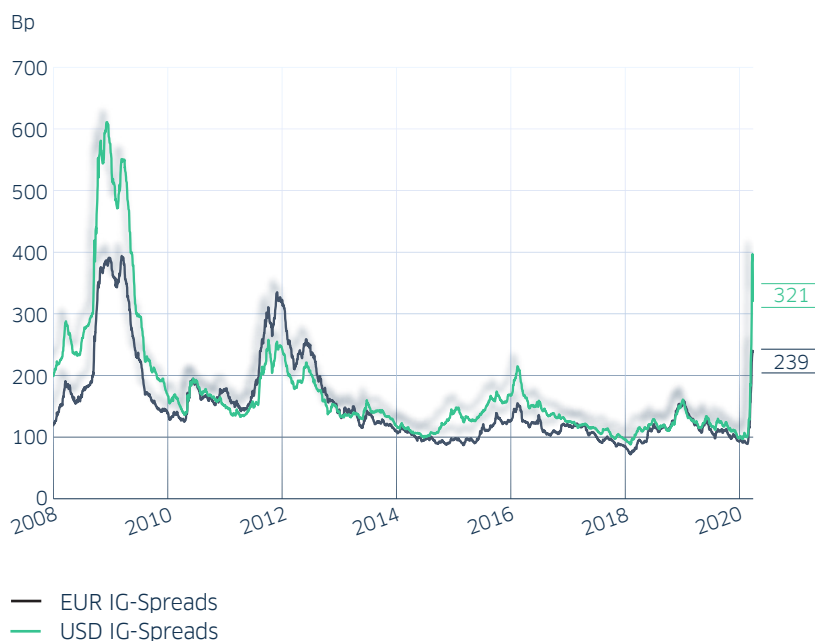
Spreads von USD-Investment Grade-Bonds haben sich noch stärker ausgeweitet als die ihrer Euro-denominierten Pendanten (siehe Abbildung 3). Für ausländische Investoren sind USD-Corporates auch dank günstiger „FX-Hedges“ interessant. Wir gehen davon aus, dass die Spreads wieder konvergieren und nehmen daher währungsgesicherte USD-IG-Unternehmensanleihen in unser Income-Portfolio auf.

Die attraktive Bewertung überwiegt dabei das Risiko, dass es in den USA demnächst zu einem verstärkten „Rating-Drift“ von „BBB“-Titeln kommen sollte, die ihren Investment-Grade-Status verlieren. Der Transportsektor, Automobilunternehmen und Ölproduzenten sind hier besonders gefährdet.



Potential bei USD-Corporates

Abbildung 3: Spread-Entwicklung von EUR und USD IG-Corporates gegenüber Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Am Primärmarkt müssen die Emittenten derzeit hohe Prämien zum Sekundärmarkt anbieten. Durch Zeichnung der Neuemissionen lässt sich so ein Zusatzertrag verdienen. Hierfür sollte ein Teil des Budgets für Unternehmensanleihen reserviert werden.



Hohe Prämien am Corporates-Primärmarkt

Emerging Markets-Anleihen

Hartwährungsanleihen von Schwellenländern konnten sich der Flucht aus dem Risiko nicht entziehen. Seit Jahresbeginn haben dabei Euro-denominierte Schwellenländer-Bonds (-9 % year to date) relativ zu den USD-Pendants (-12 % year to date) besser abgeschnitten.

Trotz der Schwäche hat sich die Umschichtung im Income-Portfolio von High Yield-Unternehmensanleihen (-14 % year to date für USD-HY und -15 % für EUR-HY) in Emerging Markets-Staatsanleihen im letzten Investmentbrief bezahlt gemacht.

Die Schwellenländer werden, ebenso wie Industrienationen, die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie zu spüren bekommen. Oftmals hohe Abhängigkeiten von Rohstoffpreisen und weniger entwickelte Gesundheitssysteme sind zusätzliche Belastungsfaktoren.

Auf der anderen Seite stemmen sich auch hier Regierungen und Notenbanken mit umfangreichen Maßnahmenpaketen gegen einen drohenden Abschwung. Zusätzliche Hoffnung kann aus angekündigter Unterstützung von IWF und Weltbank gezogen werden.

Unbedingt zu beachten sind, selbst im Bereich der Hartwährungsanleihen, starke Verwerfungen bei Emerging Markets-Währungspaaren zum US-Dollar.

In Summe reduzieren wir unsere bisher leichte Übergewichtung im Income-Portfolio wieder auf neutral.

Aktien

Aktienmärkte weltweit befinden sich in einem ausgeprägten "Bear-Markt". Trotz einer starken Korrekturbewegung steht der Stoxx 600 27 % unterhalb des Allzeithochs vom 19.02. Dennoch sind die Bewertungen noch nicht auf den attraktiven Niveaus wie beispielsweise 2008 und 2011 (gemessen an den zukünftigen Kurs-/Gewinnverhältnissen). Kurzfristig dürften zwischenzeitlichen Erholungsphasen neue Abverkäufe folgen. Solange sich kein klarer Pfad zur Lösung der Corona-Krise abzeichnet, besteht die Gefahr erhöhter Nervosität und weiterer Verkaufs- und Erholungswellen.

Hoffnung auf eine mittelfristig stabile Erholung macht hingegen die schnelle Reaktion fiskalischer und monetärer Natur. Diese kann Garant dafür sein, dass Schlimmeres vermieden und der Grundstein für eine zügige wirtschaftliche Stabilisierung gelegt wird. Des Weiteren kann sich eine Erholung auf eine deutlich besser kapitalisierte Bankenlandschaft in Europa (im Vergleich zu 2008) stützen.

In unsicherem Umfeld rückt eine Branchen- und Titelallokation in den Vordergrund, die die Pandemiefolgen berücksichtigt. Starke Bilanzen und defensive Geschäftsmodelle sind im aktuellen Umfeld vorzuziehen. Hierzu zählen vor allem der Pharmasektor, Technologie- und Telekommunikationsunternehmen und Versorger. Der Markt hat diese Allokation jedoch bereits eskomptiert.

Am anderen Ende des Spektrums sehen wir vor allem Unternehmen aus dem Öl- und Gassektor. Der kombinierte Angebots- und Nachfrageschock beim Ölpreis trifft den Sektor hart. Eine schnelle Umkehr der Preisentwicklung ist nicht zu erwarten. Auch die großen Öl-Multis werden daher 2020 deutliche Dividendenkürzungen vornehmen müssen.

Doch auch in anderen Branchen nimmt die Diskussion um geringere Dividendenzahlungen zu; teils auch auf staatliches Drängen hin. Aus Sicht eines Credit-Investors können solche Maßnahmen in vielen Fällen als Rating-schonend begrüßt werden. Mit Blick auf die Aktien spricht dies für eine leichte Hochstufung unserer Allokation auf moderat Übergewichten. In nächster Zeit nutzen wir dennoch taktisch Erholungsphasen zu einem Abbau der Positionen im Aktienbereich, da wir stark von einer wellenförmigen Erholung ausgehen.



**Corona-Krise lastet
auch auf Emerging
Markets**

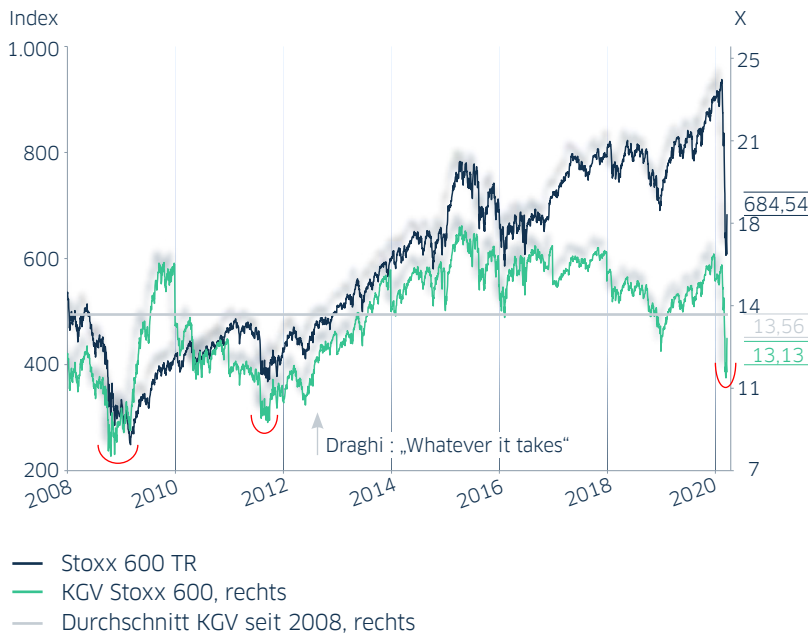


**Europäische Aktien
nicht so günstig wie
2008 oder 2011**



**Dividenden bei Öl-
und Gasunternehmen
in Gefahr**

Abbildung 4: Verlauf des Stoxx 600 Total Return (links) sowie das zugehörige Kurs-Gewinn-Verhältnis (rechts)



Quelle: Bloomberg

Fazit

Die Geschwindigkeit, mit der sich an den Aktienmärkten zuletzt eine Trendwende von Rekordhochs hin zu einem extremen „Sell-Off“ vollzog, war historisch ohne Vorbild.

Die enorme Verunsicherung mit Blick auf die Corona-Pandemie sowie deren Folgen auf das wirtschaftliche Leben hat die Kapitalmärkte fest im Griff. Lediglich die Aussicht auf enorme Summen an Konjunkturhilfen und frischem Zentralbankgeld konnten die Anleger vorübergehend beruhigen. Diese Unsicherheit kann erst dann weichen, sobald der weltweite Höhepunkt der Pandemie absehbar ist. Ein „Gamechanger“ sollten vor allem erfolgreiche Behandlungsmethoden sein, die bei der Heilung der Krankheit und damit der Reduktion der Mortalität helfen.

Im Sinne einer Rückkehr zu langfristigen Mittelwerten bei Kurs-Gewinnverhältnissen und auch Credit-Spreads sind die aktuellen Niveaus dann langfristige Einstiegschancen. Wir sehen dabei Unternehmensanleihen in der Führungsrolle. Erst nach einer Stabilisierung von hohen Neuemissionsprämien und der Öffnung der Primärmärkte auch für schwächere Bonitäten, kann sich der Aktienmarkt nachhaltig erholen.

Bei Aktien setzen wir verstärkt auf defensive Sektoren und bevorzugen Unternehmen mit starken Bilanzen.

Im Income-Portfolio nehmen wir eine Risikoerhöhung mittels Unternehmensanleihen vor. Für diese nutzen wir einen Teil unseres Cash-Bestandes und investieren in USD-IG-Corporates, die wir für besonders günstig halten. Zudem schichten wir aus Euro-denominierten Schwellenländeranleihen einen Teil in Aktien um.

Unseren Cash-Anteil belassen wir bei 7,5 %, um bei weiteren Rückschlägen handlungsfähig zu bleiben. Perspektivisch nutzen wir diesen Spielraum zur Erhöhung des Aktienanteils.


Ihr
Frank Hagenstein

Income Portfolio	Anteil neu	Delta
Corporates EUR-IG	17,5 %	-
Corporates USD-IG	5,0 %	5,0 %
Corporates US-HY	10,0 %	-
Corporates EUR-HY	27,5 %	-
EM-Anleihen (Hartwhg.)	22,5 %	- 2,5 %
Aktien Europa/USA	10,0 %	2,5 %
Cash	7,5 %	- 5,0 %

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
Thomas Klee

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@
LBBW.de**

Redaktionsschluss:

31.03.2020