



LB≡BW

Investmentbrief

18. September 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

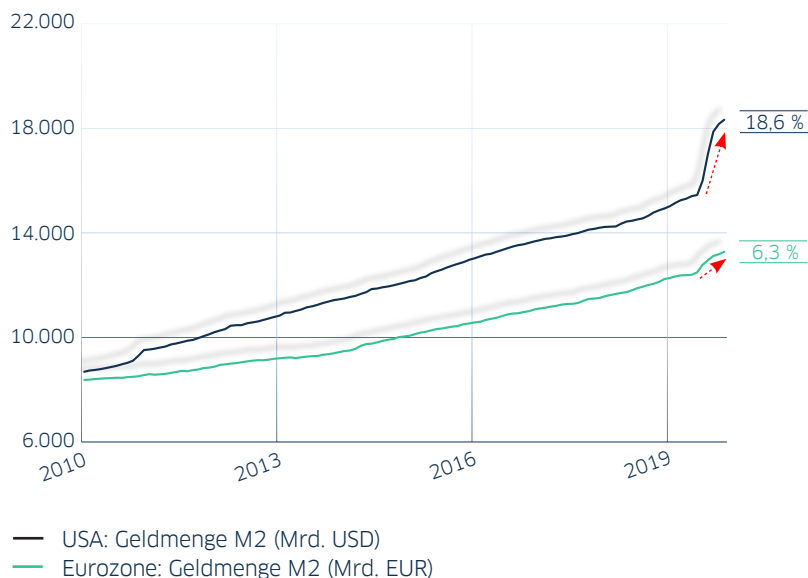


Kapitalmarktumfeld

Genau eine halbes Jahr hat es gedauert bis der US-amerikanische Aktienindex S&P 500 neue Höchststände markieren konnte. Das Vorkrisenhoch vom 19. Februar wurde seitdem um bis zu 6 % überboten, ehe Anfang September eine Korrektur einsetzte. Zuvor ging der Anstieg v.a. im Juli und August nahezu ohne Rückschläge vonstatten. Angetrieben wurde diese Rally wesentlich vom Technologiesektor. Zudem platzierten vor allem Retail-Investoren hohe Wetten an den Optionsmärkten, was den Anstieg zusätzlich anheizte.

Hauptsächlich spielten jedoch die Notenbanken eine wesentliche Rolle bei der Unterstützung risikobehafteter Anlageklassen (siehe in Abbildung 1 die massive Ausweitung der Geldmenge seit Februar, v.a. in den USA).

Abbildung 1: Entwicklung der Geldmenge M2 in den USA und in Europa



Quelle: Refinitiv Datastream

Daneben kam von fundamentaler Seite Unterstützung. Die Erwartungen der Marktteilnehmer wurden im Zuge der Corona-Pandemie stark nach unten angepasst. Sowohl bezogen auf Konjunkturdaten als auch die Unternehmenszahlen wurden die Erwartungen auf breiter Front gesenkt. Beide überraschten zuletzt allerdings positiv. Damit fand auch eine gewisse Korrektur der allzu pessimistischen Prognosen statt und trug zur Aufhellung des Risiko-Sentiments bei.

Stetig neue Konjunkturprogramme (zuletzt bspw. 100 Mrd. Euro in Frankreich, in den USA wird noch über ein weiteres Paket debattiert) taten ihr Übriges, die Märkte zu stabilisieren. Geholfen hat zudem, dass die Hoffnung auf eine baldige Verfügbarkeit von Impfstoffen gegen Sars-Cov-2 zugenommen hat. Beispielsweise befinden sich Moderna sowie das Mainzer Unternehmen BioNtech und dessen Partner Pfizer schon in der abschließenden Phase der klinischen Studien. Trotz steigender Neuinfektionszahlen und einem bedenklichen Trend in Europa, hat sich die Sorge vor neuerlichen „Lockdowns“ nicht negativ auf die Kurse ausgewirkt. Zunehmend setzt sich die Erwartung durch, dass umfassende Beschränkungen der wirtschaftlichen Aktivität zukünftig vermieden werden können und es somit zu einer weiteren konjunkturellen Erholung kommt.

Auch die ausbleibenden Fortschritte bei den Brexit-Verhandlungen (ungeordneter Austritt aus der EU wird immer wahrscheinlicher) und die politischen Verwerfungen zwischen Europa und Russland sorgten bislang noch nicht für ein ausgeprägt negatives Marktsentiment. Einen Anteil daran, dass europäische Aktienmärkte seit Anfang Juni stagnieren, dürften diese Faktoren gleichwohl gehabt haben.

Vor allem am US-Aktienmarkt wurde sehr viel Optimismus eingepreist. Die Gefahr von Rücksetzern erhöhte sich dabei stetig und hat sich nun teilweise manifestiert. Der US-Technologieindex Nasdaq 100 rutschte vom Allzeithoch am 2. September bislang 11 % ins Minus, notiert aber noch deutlich über dem Vorkrisenhoch.



Nasdaq korrigiert,
bleibt aber deutlich
über Vorkrisenniveau

Zunehmend wird mit der bevorstehenden US-Präsidentschaftswahl am 3. November eine weitere Unwägbarkeit in den Fokus rücken, die für Nervosität an den Märkten sorgen kann. Diese würde sich weniger aus Erwartungen an die zukünftige Wirtschaftspolitik speisen. Während bei einem Biden-Sieg Steuererhöhungen erwartet werden, dürfte ein Sieg des Amtsinhabers eine Fortführung der restriktiven Handelspolitik mit sich bringen. Aus Marktsicht wäre vielmehr ein nicht eindeutiger Wahlausgang eine sehr deutliche Belastung. Dies ist bereits an den US-Optionsmärkten erkennbar. Diese preisen nicht nur für den Wahltermine eine erhöhte Volatilität ein, sondern auch für die Wochen nach der Wahl.

Landesweite Umfragen sehen den demokratischen Herausforderer Biden noch vorne, allerdings spricht vieles für ein knappes Rennen. Noch drei ausstehende TV-Debatten, die Auswirkungen der weiter hohen Corona-Fallzahlen in den USA und weitere innenpolitische Krisen haben das Potential das Pendel in beide Richtungen ausschlagen zu lassen. Ein juristisches Tauziehen um das Ergebnis des Urnengangs würde stark auf den Kursen lasten. Hierbei sei an die Wahlen im Jahr 2000 erinnert, als Al Gore und George W. Bush gegeneinander antraten und das offizielle Ergebnis lange auf sich warten ließ. Die Auszählung im „Swing State“ Florida dauerte einen Monat und war mit einem Vorsprung von 537 Stimmen zugunsten Bush denkbar knapp. Schließlich musste sich das Oberste Bundesgericht einschalten, um den Ausgang zu bestätigen. Auch in diesem Jahr zählt Florida zu den entscheidenden Staaten. Dortige Umfragen sowie jene in Arizona, Pennsylvania und Wisconsin sollten genau beobachtet werden.

Mit dem nachfolgenden Blick auf die einzelnen Assetklassen werden wir erörtern, weshalb zum einen Sorgen vor hohen Bewertungen bei Aktien und Unternehmensanleihen teilweise berechtigt und zwischenzeitlich Korrekturen zu erwarten sind. Zum anderen stellen diese aber auch Einstiegschancen am Beginn einer konjunkturellen Erholungsphase dar.



Knappes Rennen um US-Präsidentschaft

Asset Allocation

Seit Veröffentlichung der letzten Ausgabe Mitte Juli zählen im wesentlichen defensive Assetklassen zu den Verlierern. Mit deutschen Bundesanleihen, US-Treasuries sowie Kassenhaltung (US-Dollar und Euro) wäre in diesem Zeitraum kein Ertrag erwirtschaftet worden. Neben Gold und Rohstoffen war seit Juli die Wertentwicklung bei US-Aktien die stärkste. Auf US-Dollar lautende Unternehmensanleihen guter Bonität liegen auf Gesamtjahressicht zwar noch deutlich im Plus, gaben aber in den vergangenen beiden Monaten Performance ab.

Eine Lücke klafft zudem zwischen US-amerikanischen und europäischen Aktien und wirft die Frage auf, ob sich diese zumindest teilweise wieder schließen kann.

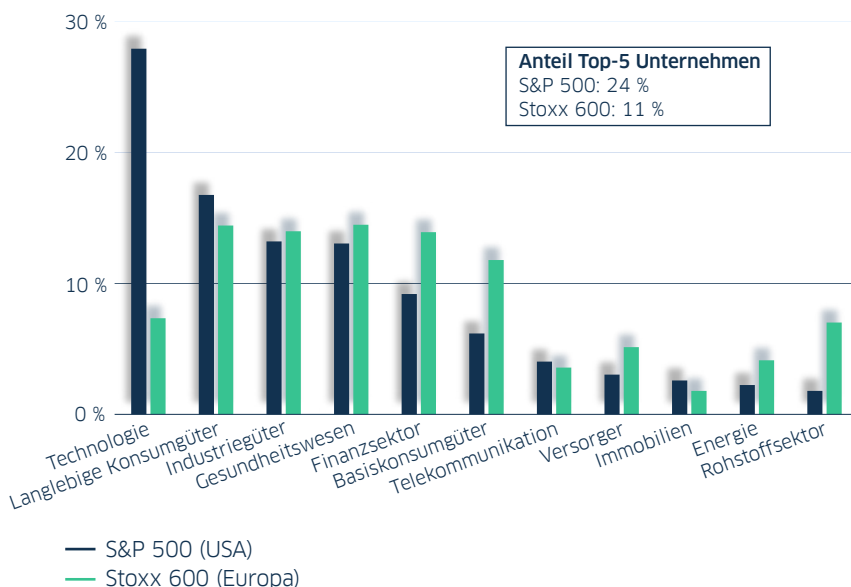
Aktien

Das beherrschende Thema innerhalb der Assetklasse war der Höhenflug der amerikanischen Technologie-Schwergewichte. Deren Kursanstiege trieben nicht nur den Nasdaq sondern auch den breiten amerikanischen Aktienindex S&P 500 auf neue Höchststände.

Mehrere Faktoren begünstigten diese Entwicklung. Zunächst profitieren viele Technologieunternehmen von strukturellen Veränderungen in Folge der Corona-Pandemie. Eine beschleunigte Zunahme von Online-Bestellungen, Arbeit im Homeoffice sowie der Konsum von Unterhaltungsmedien vom heimischen Sofa aus sind an dieser Stelle zu nennen. Zusätzlich wurde diese fundamental getriebene Nachfrage nach den Krisengewinnern durch Spekulationen an den Optionsmärkten zusätzlich angefacht.

Zudem dürfte auch die Schwäche des US-Dollar eine unterstützende Rolle gespielt haben, da viele Technologiekonzerne einen nicht unwesentlichen Teil ihres Umsatzes im Ausland erwirtschaften.

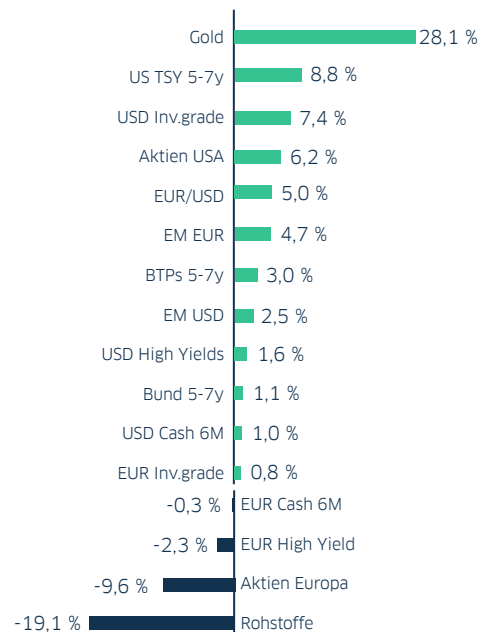
Abbildung 2: Sektorgewichtung S&P 500 vs. Stoxx 600



Quelle: Refinitiv Datastream

Die Technologie-Rally hat nicht nur zu einem sehr hohen Anteil des Sektors am gesamten amerikanischen Aktienmarkt geführt, sondern auch die Performance-Differenz zu europäischen Aktiengesellschaften sehr weit aufgehen lassen. Während in den sechs Monaten seit März der S&P 500 einen Wertzuwachs von 11 % (in US-Dollar und einschließlich Dividenden) verzeichnen konnte, wiesen die europäischen Pendanten (gemessen am Stoxx 600) ein Minus von über 4 % aus.

YtD-Performance (2020)



Quelle: Bloomberg

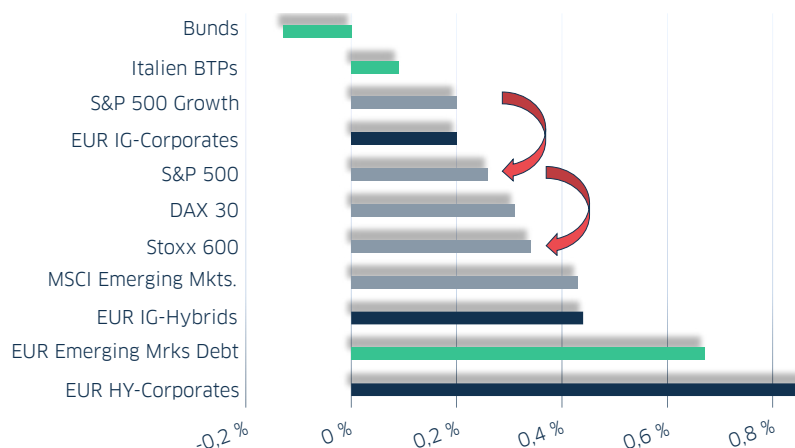
Asset Allocation	
EM-Anleihen	→
Investment Grade	→
High Yield	↗
Aktien	→
Staatsanleihen	↘

Eine Outperformance von US-Aktien gegenüber europäischen Titeln stellt zunächst keine neue Entwicklung dar, sondern ist vielmehr ein übliches Muster. Die Höhe der Wertentwicklungsdifferenz und die Geschwindigkeit, mit welcher sich diese zuletzt ausbildete, legen aber eine Gegenbewegung nahe. Selbige hat sich im September bereits abgezeichnet, dürfte aber im weiteren Jahresverlauf ein Thema bleiben. Begünstigt wird dies durch die höhere Diversifikation des europäischen Aktienmarktes in Bezug auf die Sektorverteilung. Während nahezu ein Viertel des Marktwertes des S&P 500 dem Technologiesektor zuzurechnen sind, macht im europäischen Stoxx 600 kein Sektor mehr als 15 % vom Gesamtindex aus. Von einem Aufholpotential bei zyklischen Sektoren profitiert der europäische Markt daher stärker. Die um Volatilität adjustierte erwartete Rendite des europäischen Aktienindex liegt zudem über jener des US-Marktes (siehe auch nachfolgende Abbildung).



Europäische Aktien hinken dem US-Markt hinterher

Abbildung 3: Volatilitäts-adjustierte Rendite (12M Forward Earnings Yield bei Aktien¹)



Quelle: Refinitiv Datastream

¹ Erwartete Gewinne in Relation zum Kurs

Angesichts des Anfangsstadiums der konjunkturellen Erholung nach der kurzen aber sehr heftigen Rezession ist eine Sektorrotation zugunsten von Zyklikern zu erwarten.

Ein weiterer Faktor, der für eine Aufholbewegung des europäischen Aktienmarktes spricht, ist das Abflauen der Euro-Rally. Ein stärker werdender Euro als Belastungsfaktor für die exportorientierte Wirtschaft des Euroraums verschärft sich damit nicht in dem Maße, wie es in den vergangenen Monaten der Fall war.

Die Hoffnung auf deutliche Rücksetzer hat sich in der bisherigen Erholungsbewegung lange nicht erfüllt. Eine nennenswerte Korrekturbewegung setzte erst Anfang September ein. Der US-Markt hat dabei aber lediglich die Kursgewinne eines Monats abgegeben. Obgleich europäische Aktien von der September-Schwäche kaum getroffen waren, sind die Einstiegskurse in Europa sogar etwas besser als vor zwei Monaten. Zugleich ist im selben Zeitraum die Wahrscheinlichkeit baldiger Verfügbarkeit von Impfstoffen gestiegen und die Schwere der Corona-Erkrankungen hat tendenziell abgenommen (geringere Mortalität). Eine wirtschaftliche Erholung kann somit auf einem festeren Fundament stehen.

Euro-Staatsanleihen

Keinen eindeutigen Trend bildeten deutsche Staatsanleihen während der letzten Monate aus. Die 10-jährige Bundrendite rangiert seit Mitte Juni in einer Bandbreite zwischen -0,55 % und -0,39 %. Nachhaltige Ausbrüche nach oben sind bislang stets gescheitert. Es weist aktuell wenig darauf hin, dass eine Handelsspanne zwischen -0,2 % und -0,6 % auf kurze Sicht verlassen wird.

Dagegen sank die Rendite der Peripherie-Staatsanleihen nochmal kräftig. Für eine Schuldenaufnahme mit 10-jähriger Laufzeit bietet Italien derzeit rund 1 % Rendite, Mitte Juni waren es noch über 1,5 %. Der Renditeabstand zu deutschen Staatsanleihen ist damit deutlich gesunken. Der Spielraum für weitere Einengungen ist mittlerweile begrenzt. Die Spreadeinengung gegenüber deutschen Bundesanleihen wird dabei unter anderem durch die Aktivität der Europäischen Zentralbank getrieben. Das Anleihekaufprogramm PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programm) ist dabei ein zentrales Element. Dessen aktueller Bestand liegt bei 512 Mrd. Euro, nach der Aufstockung im Juni liegt das veranschlagte Budget bei 1.350 Mrd. Euro. Eine Erhöhung blieb entsprechend auf der September-Sitzung der EZB aus. Die Erwartungshaltung ist vielmehr eine Anhebung des Budgets auf der letzten Sitzung des Jahres im Dezember. Mittlerweile ist dieses Kaufprogramm primär an die Inflationsziele der EZB geknüpft und weniger an die weitere Entwicklung der Pandemie. So wird zugleich sichergestellt, dass der Anstieg der Staatsschulden in Folge der Pandemiebekämpfung nicht zu einem Ausufern der Refinanzierungskonditionen führt (Schulden werden monetarisiert).

Neben dieser geldpolitischen Intervention einigten sich die europäischen Regierungen auf eine gemeinsame konjunkturpolitische Krisenreaktion. Dazu wurde ein 750 Mrd. Euro schweres Konjunkturpaket geschnürt, welches durch die Aufnahme von Schulden seitens der Europäischen Union finanziert werden soll. Der Schritt war ebenfalls maßgeblich für die Verringerung des Renditeabstandes zwischen Kern-europa und der Peripherie. Die Begebung europäischer Schulden soll zwar auf die Krisenbewältigung beschränkt bleiben, dürfte aber de facto einen ersten Schritt hin zu einer Vertiefung der europäischen Zusammenarbeit auf fiskalischer Ebene darstellen.

Die Aussicht auf eine solche stärkere fiskalpolitische Integration dürfte auch einer der Gründe für die starke Entwicklung des Euros in Relation zum US-Dollar gewesen sein. Diese ging der EZB jedoch zwischenzeitlich etwas zu weit. Mit dem Erreichen der Marke von 1,20 beim EUR/USD-Wechselkurs sah sich der EZB-Chefvolkswirt Lane zu einer verbalen Intervention gezwungen („EUR/USD is important“). Dies wurde als „dovishes“ Signal gewertet, das den Aufwärtstrend der europäischen Gemeinschaftswährung zunächst unterbrach.

Eine Zementierung der expansiven Geldpolitik hatte kurz zuvor die amerikanische Notenbank Fed vollzogen, die sich vom bisherigen festen Inflationsziel (2 %) verabschiedet. Stattdessen wird in Zukunft auf ein durchschnittliches Inflationsziel gesetzt. Dieses würde zeitweise ein Überschießen über die Marke von 2 % zulassen. Nach dem Unterschreiten dieser Marke in den letzten Jahren ist dies Gleichzusetzen mit einem aktuellen Ziel jenseits der 2 %. Der Geldhahn wird also noch für einige Zeit geöffnet bleiben.

Noch lässt die Inflation auf beiden Seiten des Atlantiks allerdings auf sich warten. Die Risiken eines Anstiegs haben jedoch deutlich zugenommen. Wir hatten für ein solches Umfeld bereits in der vergangenen Ausgabe darauf verwiesen, dass (aus mittel- bis langfristiger Sicht) inflationsgeschützte Anleihen sowie Gold sinnvolle Portfoliobausteine sein können.

Weiterhin erscheinen die Zinskurven in vielen Fällen zu flach. Auch angesichts der Verbesserung bei den konjunkturellen Frühindikatoren wäre eine deutliche Versteilerung angezeigt. Bei Bundesanleihen



**Renditeabstand
zwischen
Kerneuropa und der
Peripherie sinkt**



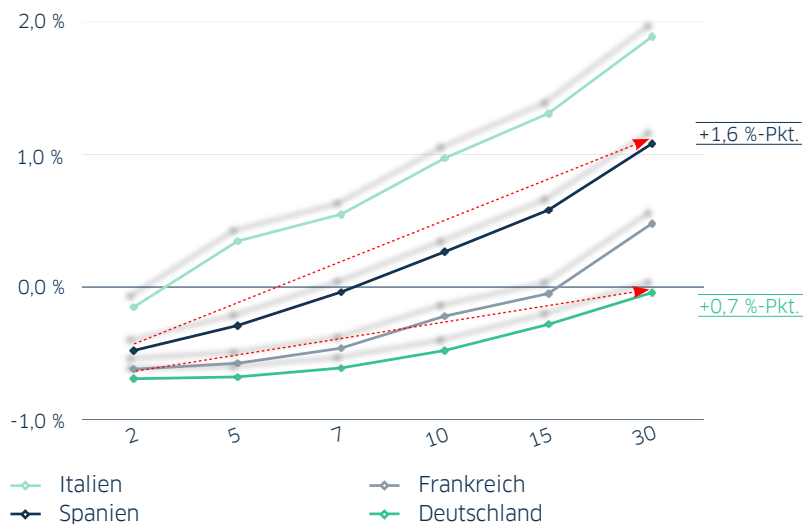
**Schuldenaufnahme
der EU als
Krisenreaktion**



**Niedrige Inflation
v.a. im Euroraum,
aber Inflations-
risiken steigen**

und US-Treasuries sollte das Eingehen langer Durationsrisiken daher als Strategie zur Renditegenerierung im Niedrigzinsumfeld gemieden werden. Dahingegen erscheint bspw. die spanische Kurve noch einigermaßen steil, so dass hier Opportunitäten am langen Ende (30 Jahre) bestehen. Zugleich reagieren spanische Bonds weniger sensibel auf „Risk-Off“-Bewegungen als die italienische Zinskurve.

Abbildung 4: Europäische Renditekurven (in Prozent)



Quelle: Refinitiv Datastream

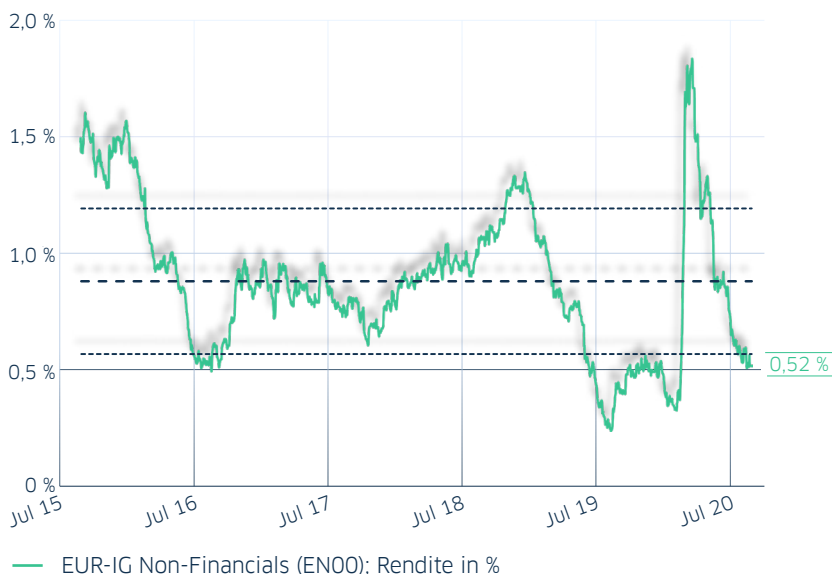
Unternehmensanleihen

Europäische Unternehmensanleihen besserer Bonität haben den Einbruch im Februar und März mittlerweile vollständig aufgeholt und weisen auf Jahressicht einen positiven Gesamtertrag aus (+0,8 %). Die erzielbare Rendite ist damit wieder deutlich gesunken und liegt bei rund 0,5 %. Obgleich bei den Risikoaufschlägen zu Staatsanleihen noch etwas Einengungspotential im weiteren Jahresverlauf vorhanden sein dürfte, ist das absolute Renditeniveau mittlerweile wieder sehr niedrig (mehr als eine Standardabweichung unter dem langjährigen Durchschnitt, siehe nachfolgende Abbildung). Entsprechend sinkt unsere Überzeugung gegenüber der Assetklasse. Dies gilt vor allem im Vergleich zur Ausgabe vom 31.03.2020, als im Schnitt noch Renditen von 1,7 % verzeichnet wurden.



IG-Unternehmensanleihen 2020 wieder im Plus

Abbildung 5: Rendite EUR-Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating



— EUR-IG Non-Financials (EN00); Rendite in %

Quelle: Refinitiv Datastream

Somit sollte Rückenwind von der Zinsseite ausbleiben, die Performance-erwartung bleibt damit begrenzt. Auf der anderen Seite ist das Risiko einer Performancebelastung durch einen deutlichen Zinsanstieg auf kurze Sicht gering (siehe Abschnitt zu Euro Staatsanleihen), stellt aber mittelfristig ein Risiko für renditeschwache Anlagen dar.

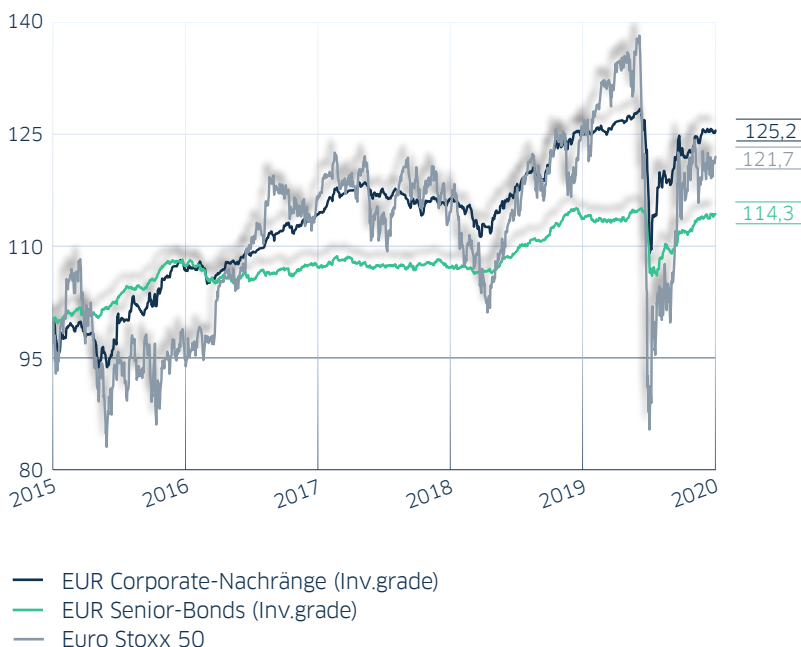
Die Suche nach Rendite ist daher wieder in vollem Gange und es stellt sich die Frage, welche Risiken hierfür eingegangen werden sollten. Bei weiterhin flachen Credit-Kurven ist eine Verlängerung der Laufzeiten keine gute Option. Dahingegen erscheint das Eingehen höherer Credit-Risiken sinnvoller, wenn man davon ausgeht, dass eine weitere Erholung der Konjunktur und der Unternehmensergebnisse bevorsteht. Trotz des stützenden Effektes der EZB-Liquidität auf den Gesamtmarkt, ist eine Differenzierung zwischen Emittenten zu beobachten. Auch wenn die Ausfallraten bei europäischen Hochzinsanleihen noch gering ausfallen, ist in den kommenden Monaten mit einem Anstieg zu rechnen. Damit bleibt eine „Bottom-Up-Analyse“ und darauf basierende Selektion der Einzel-titel essentiell.

Eine weitere Alternative zur Vereinnahmung höherer Renditen stellen Nachranganleihen dar. Deren Vorteil liegt darin, dass das Credit-Risiko sich nicht von herkömmlichen (Senior-) Bonds des Emittenten unterscheidet. So können für Emittenten aus dem Investment Grade-Bereich ähnliche Renditen erzielt werden wie bei einigen High Yield-Titeln. Das Risiko, dass die Nachträge nicht zum ersten Termin zurückgezahlt werden, ist bei Corporate-Hybriden sehr gering (bei Banken-Nachträgen hingegen etwas höher). Zwar verhalten sich die Hybridanleihen volatiler als die Senior-Bonds, die Schwankungsanfälligkeit bleibt aber deutlich hinter dem Aktienmarkt zurück (wie am nachfolgenden Performancevergleich erkennbar).



Corporate-Nachrang-anleihen mit attraktiven Rendite-Risiko-Profil

Abbildung 6: Performance-Vergleich: Aktien, Senior-Anleihen und Nachträge



Quelle: Refinitiv Datastream

Ein Fokus der Emissionstätigkeit der Unternehmen liegt nach der Sommerpause auf Nachranganleihen. Damit ist eine gute Möglichkeit gegeben, die Allokation hier etwas zu erhöhen. Dahingegen kommen derzeit weniger neue Senior-Anleihen an den Markt, nachdem im ersten Halbjahr noch ein Emissionsrekord aufgestellt wurde. Dieses geringere Nettoangebot stellt einen stützenden Faktor für die Risikoaufschläge am Sekundärmarkt dar. Die Konstellation aus geringem Angebot und hoher Nachfrage drückt zugleich die Neuemissionsprämien nach unten. Zuletzt waren diese teilweise nicht mehr vorhanden oder sogar negativ, so dass mit deren Zeichnung kaum noch zusätzlicher Performancebeitrag generiert werden kann.

Dies galt vor allem bei Emissionen nachhaltiger Anleihen (Green Bonds oder Sustainability Bonds). Die Nachfrage nach diesen ist besonders ausgeprägt. Das Angebot wächst zwar stetig, kann die Nachfrage aber noch nicht gänzlich stillen.



Green-Bonds stark nachgefragt

Der Blick auf Unternehmensanleihen, die auf US-Dollar lauten, lohnt im Investment Grade-Bereich derzeit nicht mehr. Diese Position wurde in der letzten Ausgabe geschlossen (16.07.2020), nachdem diese zuvor eine starke Performance gezeigt hat. Seit Anfang August weisen USD-Corporates eine schwächere Wertentwicklung gegenüber dem Euro-Markt auf.

Dahingegen kann noch ein zusätzlicher Renditebeitrag durch eine Sektorroation generiert werden, analog zum Vorgehen bei den Aktien. Zyklische Sektoren, insbesondere aus den von der Corona-Pandemie besonders betroffenen Bereichen, haben noch Nachholpotential zum Gesamtmarkt. Dabei wird in diesen Sektoren (bspw. Airlines, Real Estate, Hotels) nur auf die solidesten Emittenten gesetzt. Diese sollten aufgrund ihrer finanziellen Stärke eine langwierige Erholungsphase verkraften können. Zudem besteht die Chance auf einen Ausbau der Marktstellung aus einer Position relativer Stärke heraus - ein langfristig positiver Faktor für das Geschäftsrisikoprofil.

Emerging Markets Anleihen

Die Erholung der Rohstoff- und Energiepreise, ein schwächerer US-Dollar sowie niedrige Realrenditen in den USA haben Hartwährungsanleihen von Schwellenländern zuletzt zu einer Wertaufholung verholfen. Der Gesamtertrag von auf Dollar lautenden Emerging Markets-Anleihen liegt nunmehr wieder auf dem Vorkrisenniveau. Die Assetklasse hat eine „V-förmige“-Erholung somit abgeschlossen.

Es gibt Argumente, die für eine Fortsetzung der zuletzt positiven Performance sprechen. Zum einen dürfte das Wachstum am Beginn einer konjunkturellen Erholungsphase gegenüber den entwickelten Volkswirtschaften deutlich dynamischer ausfallen. Niedrige Treasury-Renditen (10 Jahre rund 0,65 %) und perspektivisch niedrig bleibende Realrenditen sprechen zudem für anhaltende Geldflüsse in die höher rentierliche Assetklasse. Risikoaufschläge der Emerging Markets-Bonds haben noch etwas Luft nach unten und sowohl der Euro- als auch der Dollar-denominierte Index weisen noch ein durchschnittliches Investment Grade-Rating auf.

Der Optimismus sollte jedoch nicht allzu stark ausfallen, zudem ist innerhalb des Emerging Markets-Blocks zu differenzieren. Dies gilt auch in Bezug auf die Bewältigung der aktuellen Krise. In China beispielsweise sind die Infektionsraten vorerst eingedämmt. Zudem wird es eines der wenigen Länder sein, welches 2020 moderat wachsen kann. Dort bestehen ausreichend Möglichkeiten, das Wachstum anzukurbeln. China hat bspw. den früheren Wachstumsmotor reaktiviert (Infrastrukturinvestitionen), um den noch schwachen Konsum auszugleichen.



China kann BIP 2020 voraussichtlich steigern

Auf der anderen Seite sind unter den zehn Ländern mit den meisten Corona-Infektionen gleich acht Emerging Markets-Staaten. Der Wachstumseinbruch im laufenden Jahr und die resultierenden Kosten der Pandemiebewältigung führen zu erhöhten Schuldenlevels in Relation zur Wirtschaftskraft (positiv war dabei aber ein zuletzt bewiesener Marktzugang für viele Schwellenländer). Einige Länder, die schon vor Ausbruch der Pandemie eine vergleichsweise hohe Schuldenlast aufwiesen (wie Brasilien und Südafrika), werden 2021 eine Verschuldung in Höhe von nahezu 100 % ihres Bruttoinlandsproduktes aufweisen. Dies spiegelt sich zwar in hohen Renditen der jeweiligen Staatsanleihen wider, dennoch bleiben wir innerhalb der Assetklasse defensiver aufgestellt. Derzeit sind insbesondere Staaten mit allzu hoher Schuldenlast, die zugleich von der Pandemie überproportional getroffen wurden, zu meiden. Zudem ist deren monetäre und fiskalische Feuerkraft gegenüber vielen Industrienationen stärker begrenzt.

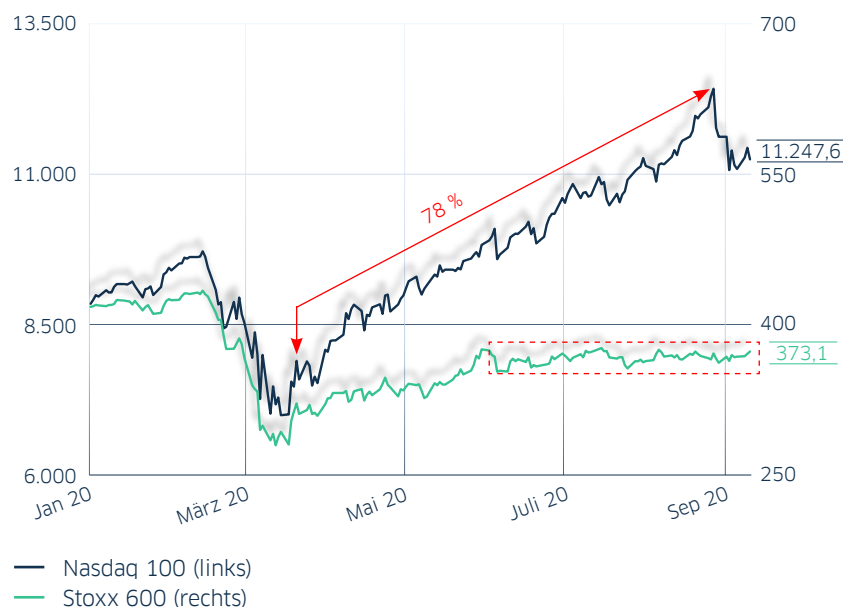
Fazit

Anhaltende Kursanstiege bei amerikanischen Technologieaktien gehörten zu den dominierenden Kapitalmarktthemen der letzten Monate. Die Korrekturbewegung im September konnte an den hohen Bewertungen dieser Titel allerdings noch nicht allzu viel ändern (siehe auch nachfolgende Abbildung). Dahingegen bewegen sich europäische Aktien seit geraumer Zeit in einem Seitwärtstrend.

Weiterhin hohen Bewertungen am US-Aktienmarkt steht ein sich verfestigendes Bildes einer konjunkturellen Erholung, die Hoffnung auf baldige Impfstoffverfügbarkeit und anhaltender Rückenwind durch Ausweitung der Geldmenge gegenüber. In Summe halten wir die Aktien-Allokation im Income-Portfolio konstant. Der Fokus liegt angesichts einer attraktiveren Bewertung aus Rendite-Risiko-Aspekten derzeit auf dem europäischen Aktienmarkt.

Income Portfolio	Anteil neu	Delta
Corporates EUR-IG	22,5 %	-
Corporates USD-IG	0,0 %	-
Corporates EUR-HY	27,5 %	-
Corporates USD-HY	10,0 %	-
EM-Anleihen (Hartwhg.)	20,0 %	-
Aktien Europa/USA	10,0 %	-
Cash	10,0 %	-

Abbildung 7: Nasdaq 100 vs. Stoxx 600



Quelle: Refinitiv Datastream

Eine hohe Widerstandsfähigkeit und sinkende Risikoprämien wiesen zuletzt Unternehmensanleihen auf. Selbst das schwächere Sentiment am Aktienmarkt im September konnte Credits bislang wenig anhaben. Angesichts anhaltend niedriger Renditen von Staatsanleihen bleibt die Suche nach Renditeaufschlägen ein beherrschendes Thema. Diese sorgt für Geldflüsse in Credits. Darüber hinaus stützen die Unternehmensanleihekäufe der EZB. Während die hohe Nachfrage im zweiten Quartal durch eine rekordhohes Angebot neuer Bonds gestillt wurde, lässt die Emissionstätigkeit im zweiten Halbjahr erwartungsgemäß deutlich nach. Diese Konstellation aus anhaltender Nachfrage und verringertem Angebot spricht im weiteren Jahresverlauf für weiteres Einengungspotential bei den Risikoprämien. Die bereits sehr geringe Gesamtrendite bei vielen Investment Grade-Bonds und weitgehend ausbleibende Neuemissionsprämien lassen uns für den EUR-Investment Grade-Bereich mittlerweile etwas zurückhaltender werden.

Den High Yield-Sektor sehen wir zwar etwas attraktiver, haben auf dem derzeitigen Bewertungsniveau jedoch keine stark ausgeprägte Überzeugung. Die Allokation im Income-Portfolio wird daher unverändert belassen.

Dabei liegt der Fokus weiterhin auf den Emittenten mit höheren Ratings und einer breiten Streuung über verschiedene Unternehmen. Daneben spielen Nachranganleihen (begeben von Unternehmen mit einem Investment Grade Emittentenrating) eine wichtige Rolle für das Income-Portfolio. Diese stellen eine gute Möglichkeit dar, im Niedrigzinsumfeld eine Zusatzrendite zu generieren, die die erhöhte Schwankungsanfälligkeit dieser Instrumente mehr als widerspiegelt.

Auch weitere Positionen im Portfolio bleiben gegenüber der letzten Ausgabe vom 16.07.2020 unverändert (dazu gehören die moderate Allokation gegenüber dem US-High Yield Markt sowie Staatsanleihen aus Emerging Markets).



**Allokation des
Income-Portfolios
bleibt unverändert**

Ihr
Frank Hagenstein

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:

17.09.2020