



LB  BW

Bereit für Neues

Investmentbrief

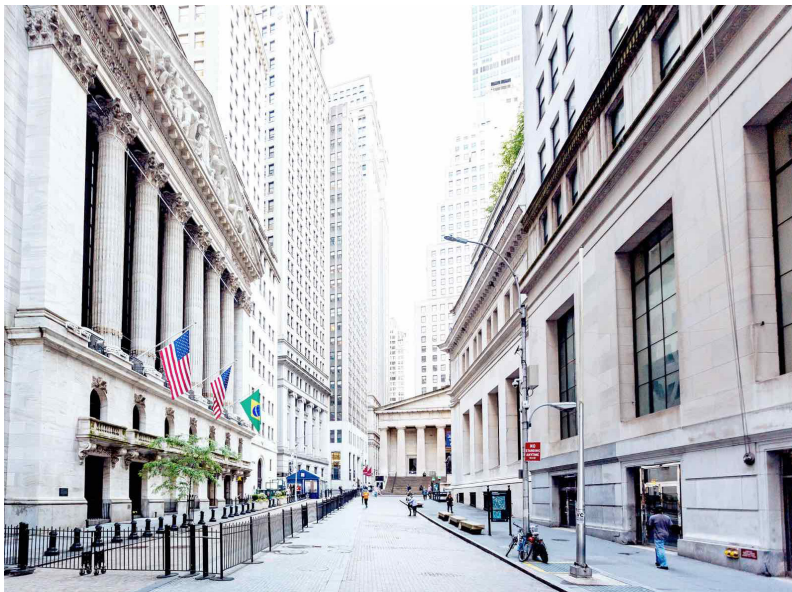
19. März 2021 | Ausgabe 2/2021

Sehr geehrte Investoren,

mit unserem Investmentbrief beleuchten wir die aktuelle Situation an den Kapitalmärkten und leiten daraus unsere Asset Allocation ab. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.



Frank Hagenstein
Co-Vorsitzender der
Geschäftsführung; CIO
LBBW Asset Management



Kapitalmarktumfeld

Standen die Kapitalmärkte in den vergangenen Jahren und insbesondere 2020 im Zeichen der Interventionen der Zentralbanken, so hat sich seit einigen Wochen ein Wechsel in der Führungsrolle vollzogen. Die Märkte gaben via deutlich anziehender Renditen zunehmend die Richtung vor, während die Notenbanker versuchten, die steigende Volatilität an den Rentenmärkten zunächst verbal einzudämmen.

Sorgen vor zu schnell steigenden Realrenditen hinterließen ihre Spuren auch in den riskanteren Assetklassen (Aktien, Corporate Bonds, Emerging Markets) und beendeten die simultane Rally in allen Risikoassetklassen vorerst.

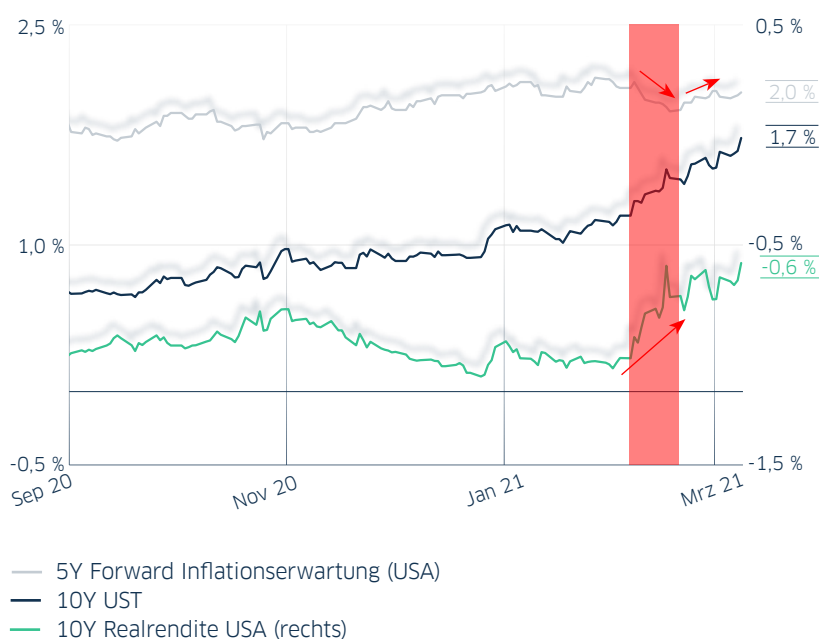
Obgleich ein Renten-bearishes Szenario für den weiteren Jahresverlauf wahrscheinlich ist, sehen wir eine zunehmende Beruhigung und eine eher graduelle Aufwärtsbewegung. Damit wären angesichts der starken Wachstumsaussichten gute Voraussetzungen für den Aktienmarkt gegeben.



**Trotz Renditeanstieg
gute Voraussetzungen
für den Aktienmarkt**

Dennoch gilt es, den Blick eng auf den Rentenmarkt, die Entwicklung von Inflation und Realrenditen gerichtet zu halten. Die Reaktionen und Aussagen der großen Notenbanken und ihrer Vertreter sind dabei ebenso ein Schlüssel wie die laufende Identifizierung der Nominalzinstreiber. Nimmt die Erwartung restriktiverer Geldpolitik hier eine dominierende Rolle ein (siehe „Taper Tantrum“ 2013), ist eine taktisch defensivere Haltung angebracht. Dies war in der zweiten Februarhälfte der Fall, als Inflationserwartungen sanken, während die Realzinsen weiter anzogen. Zuletzt entspannte sich dies aber bereits wieder.

Abbildung 1: US-Renditen und Inflationserwartungen



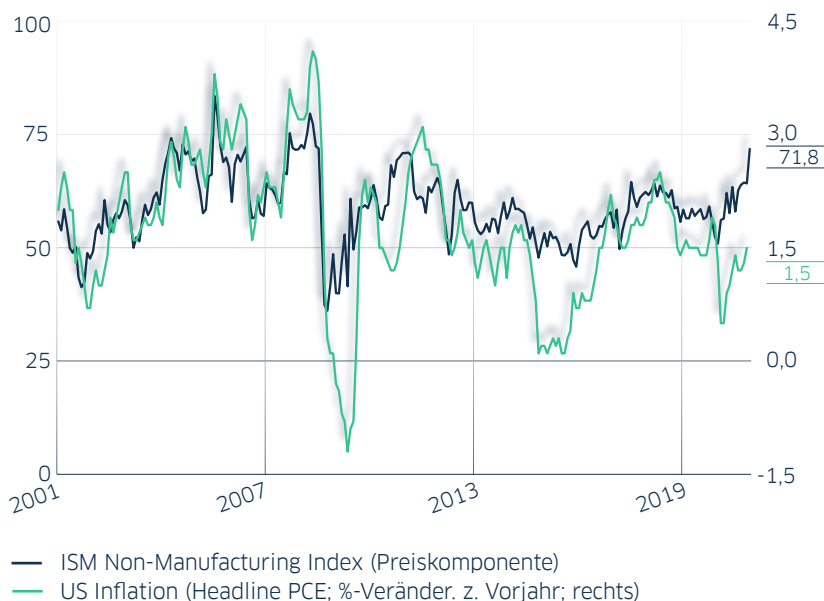
Quelle: Refinitiv Datastream

Bleibt zudem der Wachstum-/Nachfrageaspekt weiterhin ein wesentlicher Treiber, kann eine offensivere Allokation beibehalten werden. Die Output-Lücke wird viel schneller als nach der Finanzkrise geschlossen werden. Das nächste US-Konjunkturpaket über 1,9 Bio. USD, welches erfolgreich durch die Kammern des Kongresses gebracht wurde, wird hierzu einen weiteren Beitrag leisten.

Hinsichtlich der wirtschaftlichen Erholung lohnt der Blick auf den ISM-Index. Der Index für das Verarbeitende Gewerbe für Februar fiel deutlich besser aus als erwartet. Mit einem Wert von 60,8 weit oberhalb der Expansionsschwelle wird zudem eine Top-3 Platzierung seit 2000 markiert (lediglich Mai 2004 und Februar 2018 waren noch etwas höher). Dies sind gute Vorzeichen für eine hohe wirtschaftliche Dynamik und entsprechend bessere Unternehmensergebnisse. Allerdings birgt die hohe Erwartungshaltung auch ein gewisses Enttäuschungspotential, falls die Erholung sich langsamer manifestiert als weithin angenommen wird.

Aus Inflationssicht ist zudem der ISM-Index für den Dienstleistungssektor interessant. Zwar verpasste dieser im Februar die Erwartungen und hinkt dem Manufacturing-Index hinterher, die Teilkomponente für die Preisentwicklung stieg allerdings auf 71,8. Zuletzt wurde 2008 ein höherer Wert erreicht. Dieser weist eine hohe Korrelation zur künftigen Inflationsentwicklung auf. Damit kann erwartet werden, dass weitere Renditeanstiege auch wesentlich von Inflationserwartungen getrieben und nicht zu stark durch eine Bewegung der Realrenditen dominiert werden. Letztere birgt ein höheres Potential für Rückschläge am Aktienmarkt.

Abbildung 2: Inflation vs. Preiskomponente ISM Non-Manufacturing Index (USA)



Quelle: Refinitiv Datastream

Für dieses Jahr erwarten wir eine hohe Volatilität der gemeldeten Inflationsraten. In der Eurozone sollte einem zwischenzeitigen Hoch um den Monat Mai eine Schwächephase im Sommer folgen. Ende Herbst dieses Jahres bewegt sich die Headline Inflation voraussichtlich in Richtung der 2 % Marke. Die Inflationsdaten sollten in den USA einen ähnlichen Verlauf nur auf höherem Niveau zeigen. Das „average inflation targeting“ der Fed lässt ein Überschießen der Inflation explizit zu. Daher ist mit zwischenzeitigen Inflationsraten von über 2 % zu rechnen.



**Ansteigendes
Inflationsniveau bei
gleichzeitig hoher
Volatilität**

Asset Allocation

Die mit Abstand höchsten Preiszuwächse im laufenden Jahr erzielten Rohstoffe. Die überraschend zurückhaltende OPEC trägt dazu bei, dass beim Ölpreis weitere Upside besteht.

Dahinter reihen sich die riskanteren Assetklassen ein (Aktien und High Yield), während der Anlegerfavorit des Vorjahres (Gold) den letzten Rang einnimmt.

Aktien

Hohe Bewertungen (CAPE-Ratio für den S&P 500 bei rund 35x), daraus resultierende Sorgen vor einer platzenden Blase und das Downside-Risiko, das von der Entwicklung an den Rentenmärkten („bond tantrum“) ausgeht, scheinen derzeit keine guten Voraussetzungen für die Aktienmärkte zu sein. Ausblenden sollte man diese Risiken zwar nicht, jedoch sind diese an einigen Stellen zu relativieren.

Aspekte wie der erhebliche Anstieg des Bitcoin, das SPAC-Phänomen und Trading-Wetten von Privatinvestoren (GameStop) werden teilweise als Argument für eine generelle Überhitzung an den Märkten gesehen. Diese Entwicklungen sind auch Ausdruck der erheblichen monetären und auch fiskalischen Stimuli, die in Teilbereichen zu Blasenbildung geführt haben. Angetrieben wurden die Aktienmärkte aber wesentlich von einem Ergebniswachstum bei den großen Technologie-Konzernen in den USA, d.h. einer positiven fundamentalen Entwicklung.

Wie bereits in der letzten Ausgabe dargestellt, sind die, absolut gesehen, sehr hohen Bewertungen zudem auch den negativen Realrenditen geschuldet. Obgleich der Fokus aktuell stark auf deren Anstieg und dessen potentielle Gefahren gelegt wird, sollte das absolute Niveau nicht gänzlich vergessen werden. Im 10-jährigen Bereich liegt dieses in den USA bei -0,60 %.

Aktien bleiben für viele Anleger also ein wesentlicher Portfoliobaustein zur Generierung einträglicher Renditen. Wesentlichen Einfluss hat die Rendite-Aufwärtsbewegung derzeit allerdings auf die Stil-Präferenzen. Wachstumswerte sind von einem höheren Zinsniveau theoretisch besonders betroffen. Hohe zukünftige Ertrags-/Wachstumserwartungen werden stärker diskontiert, sodass es hier zuletzt zu einer Korrektur kam. Value-Titel und Zykliker hielten sich dahingegen deutlich besser. Diese profitieren zudem von einem erwarteten Ergebnisschub gegenüber dem Vorjahr. Auch wenn der zuletzt zu beobachtende Style-Shift (siehe nachfolgende Abbildung) anderes vermuten lässt, kann eine Outperformance von Value gegenüber Growth in Phasen steigender Zinsen nicht generell nachgewiesen werden.

Getrieben werden dürften die Aktien dieses Jahr von der Wachstumsdynamik gegenüber dem Vorjahr, insbesondere bei zyklischen Titeln.

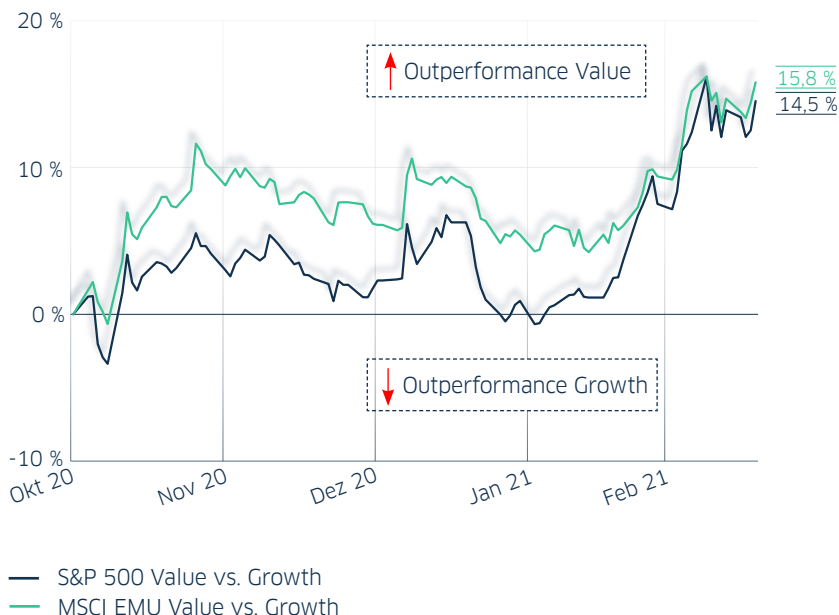
YtD-Performance (2021)



Quelle: Bloomberg

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

Abbildung 3: Value vs. Growth (Differenz der Kursentwicklung)



Quelle: Refinitiv Datastream

Dies spricht auch für eine taktische Präferenz für den europäischen Aktienmarkt. Zwar dürfte die Wachstumsdynamik in Europa geringer ausfallen als in den USA (deutlich weniger Stimulus) und zudem später einsetzen (divergierende Fortschritte bei Impfkampagne). Die Komposition des europäischen Aktienmarktes bietet aber ein höheres Exposure gegenüber Zyklikern und damit einer weltweiten wirtschaftlichen Erholung. Zudem sind die Equity-Risikoprämie höher als in den USA. Zu den präferierten Sektoren für die zyklische Erholung der Ergebnisse zählen bspw. der Energiesektor und Banken.

Aus längerfristiger, strategischer Sicht bieten sich Rückschläge bei den großen Technologieunternehmen für Zukäufe an. Die großen Trends sprechen weiterhin für den Sektor.

Euro-Staatsanleihen

Ausgehend vom Jahrestief am 4. Januar hat sich die 10-jährige Bundrendite in der Spitze um 37 bp. erhöht, während die Steilheit im Bereich 2 bis 10 Jahre zugleich um bis zu 30 bp. angestiegen ist. Reflexartig hat sich im Zuge dessen eine Erwartungshaltung gegenüber der EZB ausgebildet.

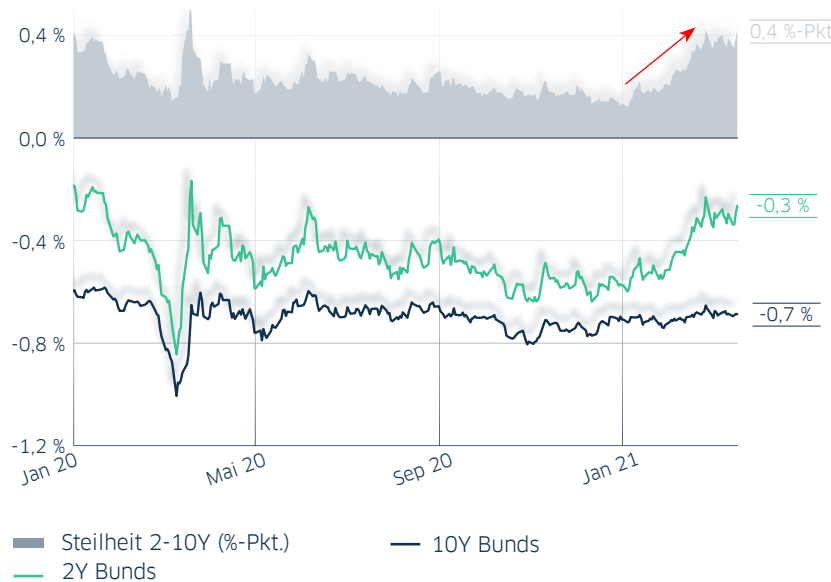
Diese beschränkte sich zunächst auf eine verbale Intervention, die wenig zur Beruhigung beitragen konnte. Allerdings wurde zunehmend auf die Flexibilität des Pandemie-Ankaufprogrammes (PEPP) hingewiesen. Bei der letzten EZB-Sitzung in der vergangenen Woche wurde dies nochmal untermauert. Im kommenden Quartal soll das Ankaufvolumen deutlich beschleunigt werden. De facto bedeutet dies eine versuchte Verankerung des Renditeniveaus mittels PEPP in einer von der EZB präferierten Range. Dies inkludiert Optionen auf das Einwirken auf Steilheit und innereuropäische Spreads.

Auch wurde erneut betont, dass die Leitzinssätze auf aktuellem oder niedrigerem Niveau liegen werden, solange das Inflationsziel nicht erreicht ist (über erwartete temporäre Spitzen wird hinweggesehen). In Summe eine „dovische“ Botschaft. Diese untermauert unsere Sicht einer nur graduellen Rendite-Aufwärtsbewegung, zumindest in der Eurozone. Ein Überschießen, wie zuletzt Ende Februar gesehen, kann für taktische Long-Positionen in Euro-Staatsanleihen genutzt werden.



**Bundrendite und
Kurvensteilheit
ziehen deutlich an**

Abbildung 4: 2- und 10-jährige Bundrenditen sowie Steilheit



Quelle: Refinitiv Datastream

In neuer Funktion sorgte Christine Lagardes Vorgänger, Mario Draghi, seit Anfang Februar für eine zwischenzeitliche Spreadeinengung zwischen Bundesanleihen und italienischen Staatstiteln (BTPs). Die erfolgreiche Bildung einer Einheitsregierung in Italien mit Mario Draghi an der Spitze wurde am Rentenmarkt gut aufgenommen. BTPs legten zu, bevor die generelle Nervosität am Markt für eine Gegenbewegung sorgte. Die eher „dovische“ EZB-Botschaft ließ die Renditedifferenz aber bereits wieder schrumpfen. Neben weiterem Einengungspotential liegt die aktuell höhere Attraktivität der BTPs in deutlichen Vorteilen bei Carry und Roll-Down begründet.

Teilweise bieten sich am schwierigen europäischen Fixed Income-Markt Opportunities auf der Ebene ober- und unterhalb der Staaten (Supranationals und Sub-Sovereigns). Auch können bspw. bei Neuemissionen kurzfristig Prämien vereinnahmt werden. Social-Bonds im Rahmen des SURE-Programmes zur Refinanzierung der Arbeitslosenunterstützung sind in diesem Kontext zu nennen. Hier stehen im Jahresverlauf weitere Emissionen an, zudem wird die Refinanzierung des Konjunkturprogrammes später im Jahr erfolgen müssen.

Dies sind auch weitere Argumente, die dafür sprechen, dass die Notenbank kein Interesse an einem unkontrollierten Anziehen der Finanzierungsbedingungen hat.

Unternehmensanleihen

Eine wesentliche Sub-Assetklasse von Credits ist in den vergangenen Wochen erheblich geschrumpft: Corporate-Bonds mit negativer Rendite. Obgleich dies zunächst zu negativen Gesamterträgen bei Investment Grade-Anleihen geführt hat (in Euro rund -0,7 % im bisherigen Jahresverlauf), so ist der Entwicklung auch Positives abzugewinnen. Viele Anleger stehen mittlerweile vor Renditeniveaus, bei denen ein Einstieg wieder in Frage kommt und Gewichtungen aufgestockt werden können. Versicherungen sind hier zu nennen. Spezifisch z.B. japanische Lebensversicherer (zweitgrößter Markt nach den USA), die ohnehin ein höheres Euro-Credit Exposure anstreben.



Opportunitäten bei
Neuemissionen und
SSAs

Credits sind zudem ein wichtiger Indikator für den Zustand des Marktes insgesamt. Die Turbulenzen der vergangenen Wochen haben Euro-Credits vergleichsweise gut überstanden. Ein Zeichen für Risse im Markt, die über eine Korrektur der hohen Bewertungen (Aktien) hinausgehen, wäre das Einsetzen deutlicher Spreadausweitungen. Dies ist bisher nicht der Fall, auch nicht in den riskanteren Bereichen des Marktes (High Yield).

Die Outperformance von High Yield-Credits gegenüber dem Investment Grade-Bereich ist bereits weit fortgeschritten. Der Rendite-Pickup ist mittlerweile etwas unter das mehrjährige Mittel gerutscht, bleibt aber noch höher als bspw. in weiten Teilen des Jahres 2017. Eine tendenziell zyklischere Natur der Emittenten aus dem High Yield-Sektor lässt noch etwas Raum zu weiteren Einengungen. Aus Total Return-Sicht ist der bessere Schutz gegen weiter steigende Renditen ein Pluspunkt für die Sub-Assetklasse.

Die Ausfallraten sind zwar noch erhöht gegenüber den langjährigen Durchschnittswerten und werden dies noch einige Monate bleiben. Titelselektion und Risikomanagement behalten damit eine hohe Relevanz. Allerdings ist die Entwicklung der Default-Rates bislang besser ausgefallen als befürchtet, sodass die Allokation bei Single-B Credits etwas angehoben werden kann.

„Reopening-Trades“ (vor allem Airlines, Catering, Hotels, Buchungsportale) haben bereits eine gute Performance gezeigt und ein größerer Teil des Kompressionspotentials gegenüber dem Rest des Marktes ist bereits ausgeschöpft. Weitere Spreadeinengungen sind aber realistisch, sodass im Portfoliokontext eine Übergewichtung entsprechender Emittenten auch im zweiten Quartal noch angemessen scheint.

Anleihen von Finanzunternehmen litten in Relation zum breiten Unternehmensanleihektor weniger stark durch das ansteigende Zinsniveau. Die Versteilerung der Zinskurven ist förderlich für deren Geschäftsmodell, was die Marktteilnehmer dazu veranlasste, vermehrt in Financials zu investieren. Zwar hat die Risikovorsorge aufgrund eines zu erwartenden Anstiegs der Kreditausfälle das Gesamtergebnis vieler Banken für 2020 belastet. Dennoch sollten die positiven Zukunftsaussichten der Finanzbranche überwiegen. Darüber hinaus bieten Financials weiterhin attraktive Neuemissionsprämien. Anleihen von Finanzunternehmen sind daher eine sinnvolle Ergänzung in einem Income Portfolio.

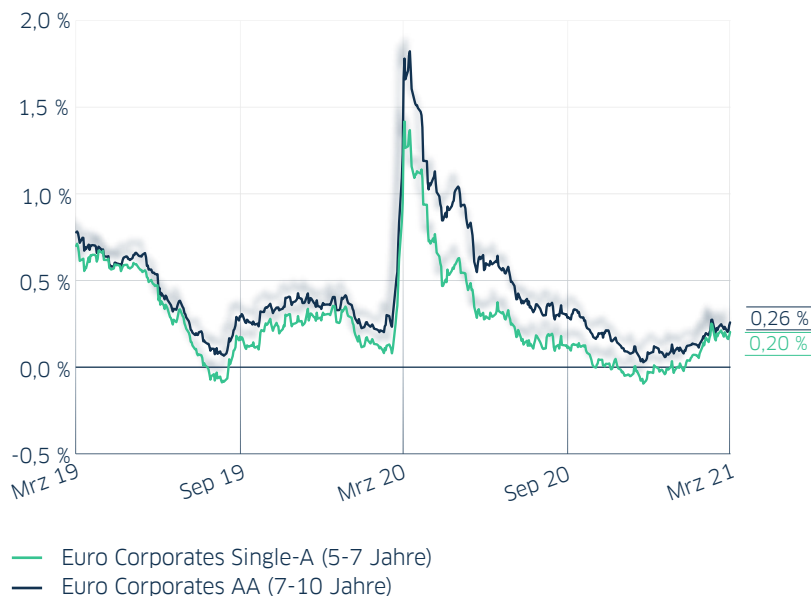
Aufgrund der Korrektur des Renditeniveaus, welches bspw. bei Single-A Corporates von nahezu 0 % im Dezember auf mittlerweile 0,2 % angestiegen ist, kann zudem eine Ergänzung im besseren Qualitätsspektrum vorgenommen werden. Damit ergibt sich eine „Butterfly-Struktur“ aus High-Beta-Namen und defensiveren Namen mit besseren Ratings, nachdem diese in Teilen die Rendite-Nulllinie wieder überschritten haben.

Die Duration sollte insgesamt weiter nahe oder etwas unter dem Marktniveau gewählt werden.



**High Yield-Segment
zeigt
Outperformance**

Abbildung 5: Corporate-Bondrenditen (Euro)



Quelle: Refinitiv Datastream

Emerging Markets Anleihen

Wenig erfreulich hat sich der Jahresauftakt für Anleihen aus Schwellenländern entwickelt. USD-denominierte Emerging Market Sovereign-Bonds bspw. weisen bis dato einen negativen Gesamtertrag i.H.v. rund -5 % auf. Die Volatilität und Bewegung bei US-Treasuries hat hier ihre Spuren hinterlassen. Schnell wurden Parallelen zu Fed-induzierten Verwerfungen in der Vergangenheit gezogen, v.a. dem „Taper Tantrum“ im Jahr 2013. Dieses zog allerdings eine jahrelange Schwächeperiode bei Emerging Markets-Bonds in Lokalwährung nach sich, während Hartwährungen weniger betroffen waren. Außenhandelsdefizite und teure Währungen machten diesen Markt anfällig für eine Korrektur. Dies stellt sich heute anders dar. Insgesamt erscheint EM-Debt in Lokalwährung derzeit günstig mit weniger Risiko für eine lang anhaltende Korrektur. Schlüssel bleibt hier dennoch eine gewisse Beruhigung der Rates-Volatilität.

Für Sovereign-Credit sieht es heute hingegen generell etwas schlechter aus. Die Schuldenlast ist gegenüber 2013 deutlich gestiegen, sodass der Markt in der Breite anfälliger wirkt.

Länder mit höheren Ratings werden von den Problemen (Schuldentragfähigkeit) aber weniger betroffen sein und sollten in der Assetklasse die Basis der Allokation bilden, trotz bereits enger Spreadniveaus.

Die Ölpreisentwicklung und die erwartete Fortsetzung des Aufwärtstrends sprechen derzeit für eine taktische Beimischung Öl-exportierender Länder.



Treasury-Rendite-
anstieg belastet
Emerging Markets...



... aber deutliche
Unterschiede zu
2013

Fazit

Seit der zweiten Februar-Hälfte ist eine zunehmende Nervosität an den Märkten eingeleitet. Das Gros dieser Bewegung wurde dem gestiegenen Zinsniveau zugeschrieben. Der Abverkauf 10-jähriger Treasuries hat sich seit dem 25. Februar aber zumindest etwas verlangsamt. Bestätigt sich eine Beruhigung der Bewegung, sollte der Zinsaspekt wieder in den Hintergrund rücken.

Die hohe Kassenhaltung wird daher zugunsten der Corporates-Allokation leicht um 2,5 % reduziert. Insbesondere USD-IG-Unternehmensanleihen befinden sich aufgrund des ansteigenden Zinsniveaus wieder auf attraktiveren Niveaus. Entsprechend werden sie um 10 % aufgestockt und die Allokation von EUR-IG- und EUR-HY-Anleihen um 2,5 % bzw. 5 % verringert.

Die Aktien-Gewichtung bleibt unverändert zur letzten Ausgabe. Ein größerer Anteil ist in europäische Aktien investiert. Große amerikanische Technologieunternehmen dienen als Beimischung, da deren Korrektur in den letzten Wochen attraktivere Einstiegniveaus darstellt.

Wenig Value sehen wir bei Staatsanleihen und gehen derzeit von einem weiteren graduellen Aufwärtstrend der Renditen aus. Es bleibt bei der Untergewichtung. Mehrwert kann durch aktive Steuerung innerhalb der Assetklasse (u.a. Neuemissionsprämien, Pair-Trades, Positionierung auf der Kurve) geschaffen werden.

Hartwährungsanleihen aus Emerging Markets bleiben weiter ein wesentlicher Bestandteil im Portfolio. Eine Aufstockung erscheint derzeit aber nicht angezeigt.

Income Portfolio	Anteil neu	Delta
Corporates EUR-IG	20,0 %	-2,5 %
Corporates USD-IG	10,0 %	10,0 %
Corporates EUR-HY	17,5 %	-5,0 %
Corporates USD-HY	10,0 %	-
EM-Anleihen (Hartwhg.)	20,0 %	-
Aktien Europa/USA	10,0 %	-
Cash	12,5 %	-2,5 %



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
Tim Rudlaff, CFA

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@
LBBW.de**

Redaktionsschluss:

19.03.2021