



Investmentbrief

27. Mai 2021 | Ausgabe 3/2021

Sehr geehrte Investoren,

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



Die Geschäftsführung der
LBBW Asset Management
Uwe Adamla (Vorsitzender)
Dr. Dirk Franz



Kapitalmarktumfeld

Im Verlauf der zurückliegenden Monate lag der Fokus der Kapitalmärkte weniger auf den negativen Konsequenzen aus der Corona-Krise, sondern fast ausschließlich auf den Impferfolgen und den damit einhergehenden Wiedereröffnungen der westlichen Volkswirtschaften. Dies belastete insbesondere die Anleihemärkte, welche in Erwartung an besseres Wachstum und eine höhere Inflation mit steigenden Renditen konfrontiert waren. Die globalen Aktienmärkte konnten von dieser Entwicklung allerdings profitieren.

Wenngleich die USA aufgrund des erfolgreichen Impfprogramms eine Vorreiterrolle einnehmen, kann auch der europäische Kontinent mittlerweile größere Erfolge vorweisen. Viele Experten vermuten, dass das Infektionsgeschehen den Höhepunkt überschritten hat und schrittweise Lockerungen, die sich positiv auf das wirtschaftliche Geschehen auswirken würden, in Sicht sind. Bis Ende des Sommers

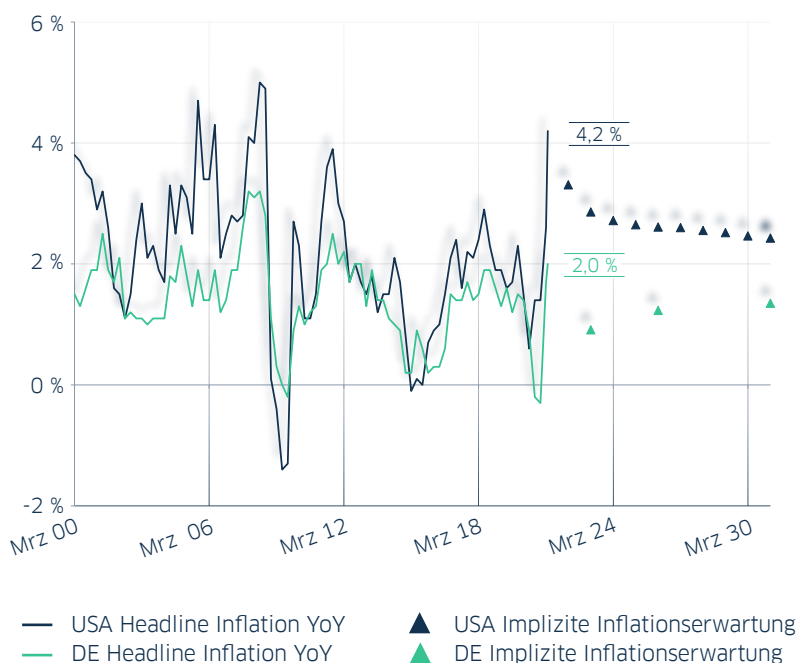
dürfte ein kritischer Anteil der Bevölkerung geimpft sein, was weitere harte Einschnitte tendenziell unwahrscheinlich macht. Letzteres ist besonders wichtig, da dringend benötigte Investitionen nur mit einem Gefühl der Sicherheit getätigt werden.

Die Zentralbanken, die in der Krise erneut die Rolle des Retters eingenommen haben, sehen sich in der Gemengelage dieser Euphorie jedoch mit neuen Herausforderungen konfrontiert. Nachdem die Inflationserwartungen seit der Corona-Krise und insbesondere seit der Wahl Joe Bidens im November vergangenen Jahres stark angestiegen sind, beweisen nun auch die jüngst veröffentlichten Daten, dass auch das reale Preisniveau angestiegen ist. Gegenüber dem April vergangenen Jahres mussten US-Verbraucher 4,2% mehr für den durchschnittlichen Warenkorb bezahlen. Getrieben wird diese Entwicklung hauptsächlich durch höhere Rohstoffpreise und lieferkettenbedingte Güterknappheit, beispielsweise bei Gebrauchtwagen, deren Preise sprunghaft angestiegen sind. Dennoch erwarten die meisten Notenbankler, dass der Preisschub kurzfristiger Natur ist. Allerdings dürften weitere Preisanstiege in der Realwirtschaft für enorme Verunsicherung am Kapitalmarkt sorgen, da sie die dauerhaft lockere Geldpolitik in Frage stellen würden. Zwar hat sich der Fokus der Fed mehr in Richtung Arbeitsmarkt verschoben, jedoch dürfte der Druck wachsen, bei steigenden Inflationszahlen die Anleiheankaufprogramme zurückzufahren.



Bekämpfung der Inflation könnte herausfordernd für Notenbanken werden

Abbildung 1: Inflation und implizite Inflationserwartung



Quelle: Bloomberg

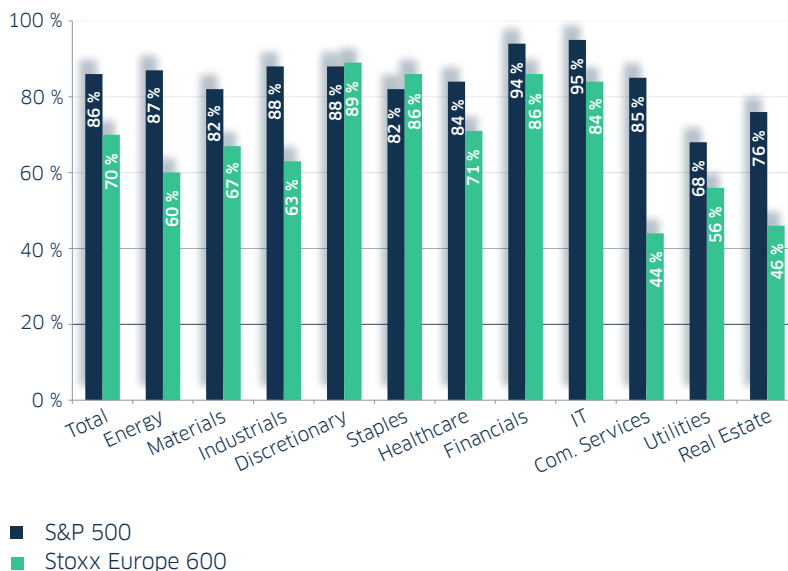
Anmerkung: Die implizite Inflationserwartung wird über die Break Even Inflationsrate abgebildet. Für Deutschland sind die Daten nicht für alle Jahre verfügbar.

Auch hierzulande steigen die Inflationserwartungen. Im Gegensatz zu den USA speisen sich diese jedoch hauptsächlich aus der Erwartungskomponente, da europaweite Öffnungsschritte noch ausstehen. So stiegen die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland im Mai auf ein 21-Jahres-Hoch. Auch der Indexwert für die aktuelle Lage konnte sich verbessern, wenngleich dieser zurzeit noch im negativen Bereich liegt. Von dem für Deutschland und Europa wichtigen Industriesektor kommen ebenfalls positive Meldungen. Sowohl Nachfrage als auch Produktion stiegen in den letzten Monaten weiter an. Wenn nach erfolgten Öffnungsschritten auch der Dienstleistungssektor wieder an Schwung gewinnt, kann die Kombination aus höheren Rohstoffpreisen und sprunghaft ansteigender Nachfrage auch hierzulande wieder zu höheren Preisniveaus führen. Dementsprechend befinden sich auch die längerfristigen Inflationserwartungen (5y5y Inflation-Swap) für die Eurozone auf Niveaus, die zuletzt 2018 zu beobachten waren.

Von den Entwicklungen der globalen Wirtschaft können die Unternehmen auf beiden Seiten des Atlantiks jedoch bereits schon heute profitieren. So schlugen im abgelaufenen Quartal 86% der amerikanischen Unternehmen im S&P 500 und 70% der europäischen Unternehmen im Stoxx Europe 600 die Gewinnerwartungen. Die Anzahl an besser berichtenden Unternehmen entspricht somit einem 10-Jahres-Höchststand. Dennoch ist zu beobachten, dass starke Unternehmensergebnisse in der Breite nicht mehr zu einer besseren relativen Aktienperformance führen. Dies ist ein weiteres Anzeichen dafür, dass die Aktienmärkte heiß gelaufen sind und Investoren nur noch außerordentlich gute Unternehmenszahlen honorieren. Zudem dürften Aktienanalysten wegen der deutlich unterschätzten Gewinne im abgelaufenen Quartal die zukünftigen Entwicklungen positiver einschätzen, was die Hürde für die Unternehmen wiederum merklich höher ansetzt.

 Ein Großteil der Unternehmen übertrifft die Analystenerwartungen

Abbildung 2: Anteil an berichteten Unternehmen, die ihre Gewinnschätzungen (EPS) übertreffen



Quelle: Bloomberg

Asset Allocation

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

Dahinter reihen sich die riskanteren Assetklassen ein (Aktien und High Yield), während Investment Grade Anleihen in USD den letzten Rang einnehmen.

Aktien

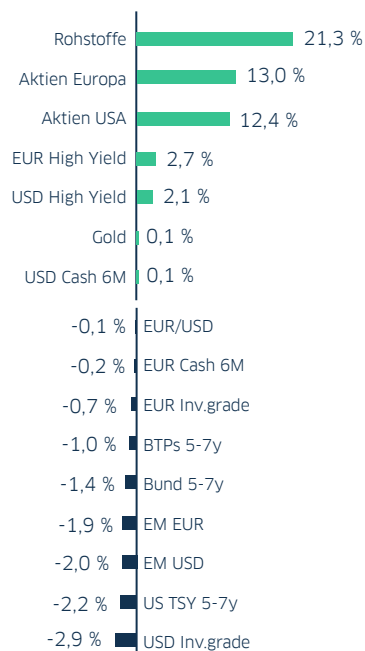
Die stets steigenden Inflationserwartungen der letzten Quartale in Kombination mit einer sich entspannenden wirtschaftlichen Lage haben zu kontinuierlich guten Aktienmarktentwicklungen geführt. Es ist jedoch perspektivisch keineswegs ausgemacht, dass noch höhere Inflationsraten auch zu erneut höheren Kursständen führen. So ist zwar bei einer Inflation um die 2% die Gefahr der Deflation gebannt. Inflationszahlen deutlich über dieser Marke bergen jedoch die Gefahr einer restriktiveren Geldpolitik, die die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen merklich verschlechtern. Zudem gelingt es in einem inflationären Umfeld vielen Unternehmen nicht, die Preise proportional zu den steigenden Inputkosten anzuheben, was die Marge schmälert.

Unabhängig vom generellen Preisniveau unterschätzten die Analysten, wie bereits eingangs erwähnt, die Gewinnentwicklung im abgelaufenen Quartal – trotz bereits relativ hoher Erwartungen. Es ist davon auszugehen, dass die Gewinnschätzungen nun erneut angehoben werden. Dieser Umstand sowie die historisch gesehen hohen Bewertungen und überhitzten Sentimentindikatoren mahnen zur Vorsicht. Eine Korrektur im hohen einstelligen Prozentbereich über die Sommermonate hinweg ist wahrscheinlich. Abseits der europäischen und amerikanischen Aktienmärkte fand eine solche Korrektur bereits statt. Viele asiatische Indizes haben gegenüber den Höchstständen dieses Jahres bereits deutlich verloren. Wieder häufiger auftretende Corona-Fälle zwingen die ehemaligen Musterschüler der Corona-Bekämpfung zu harten Gegenmaßnahmen, die sich negativ auf das wirtschaftliche Geschehen auswirken. Sollte eine solche Marktkorrektur auch bei uns stattfinden, wären die Bewertungsniveaus wieder attraktiv für Zukäufe.

Innerhalb des Aktiensegments sind weiterhin deutliche Divergenzen zu beobachten. Während die „Reopening“-Aktien fast durchweg vom positiven Umfeld profitieren können, gelingt es Wachstumsaktien, wie beispielsweise Technologie-Aktien, nicht mehr, mit der Marktentwicklung Schritt zu halten. Diese Entwicklung steht im direkten Gegensatz zur Performance der jeweiligen Unternehmen im abgelaufenen Kalenderjahr. Sollten sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wieder etwas abschwächen, droht eine Umkehrung dieser Bewegung. Es empfiehlt sich daher eine Barbell-Struktur, bestehend aus einer Mischung aus zyklischen (bspw. Finanz- und Rohstoffaktien) und defensiven Wachstums-Werten, um das Portfolio breiter aufzustellen.

Die gute wirtschaftliche Entwicklung birgt noch weiteren potenziellen Gegenwind für die Aktienmärkte. An vielen Stellen sind Arbeitskräfte schwer zu bekommen, was den Druck auf die Löhne erhöht. So sah sich beispielsweise bereits McDonald's in den USA dazu gezwungen, den Mindestlohn in den selbstgeführten Restaurants auf 15\$ zu erhöhen. Für den Fall, dass dies Schule macht, wird ein Druck auf die Marge vieler Aktiengesellschaften unvermeidlich sein.

YtD-Performance (2021)



Quelle: Bloomberg

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



Divergenz zwischen „Reopening“- und Wachstumsaktien

Euro-Staatsanleihen

Der Renditeanstieg bei Staatsanleihen hat sich seit der letzten Ausgabe ungehindert fortgesetzt. Das Spannungsfeld aus ansteigenden Inflationserwartungen und enormem Angebot an Staatsanleihen durch die Fiskalprogramme auf der einen und der expansiven Notenbankpolitik auf der anderen Seite besteht ungebrochen. Trotz verbaler Interventionen seitens der EZB – auch mit dem Hinweis auf den erwarteten temporären Charakter der Inflation – ist es den Notenbankern bis dato nicht gelungen, den Zinsanstieg zu bremsen. 10-jährige Bundesanleihen notierten zwischenzeitig etwas unter 0% und auch 10-jährige italienische Staatsanleihen haben sich von ihrem Renditetief merklich entfernt und rentierten temporär bei knapp über 1%.

Die fiskalischen Unterstützungsprogramme in den USA führen bisweilen zu absurden Reaktionen in der Realwirtschaft. So ist es für viele potenzielle Arbeitnehmer lukrativer zu Hause zu bleiben und die Stimulusschecks zu erhalten als zu arbeiten. Dieser Umstand wiederum führt in gewissen Bereichen trotz stockendem Beschäftigungsaufbau in der Gesamtwirtschaft zu einem Arbeitskräftemangel und daraus resultierend höheren Löhnen.

Die Kombination aus höheren Löhnen und höheren Lohnerwartungen sowie Basiseffekten aufgrund der Corona-Krise sollte zu einem temporären Inflationshoch in den USA im Mai führen. Die Eurozone hinkt dieser Entwicklung etwas hinterher. Das temporäre Hoch dürfte sich erst in den Herbstmonaten einstellen und voraussichtlich unter 3%, in Deutschland jedoch bei bis zu 4% liegen. Wichtiger ist die mittelfristige Entwicklung der Preissteigerung, weshalb insbesondere auf die Datenveröffentlichungen ab Juni ein besonderes Augenmerk gelegt werden wird.

Sollte in diesem Kontext das Tempo des PEPP im Sommer verringert werden, würde dies zu einer Ausweitung der Spreads der Peripherie-Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen führen. Die Erwartung einer Tempoverringering des Ankaufprogramms wird aktuell bereits vom Rentenmarkt eingepreist – so war der Renditeaufschlag italienischer Staatsanleihen im 10-jährigen Bereich gegenüber deutschen Staatsanleihen jüngst in der Spitze um 30bps höher als noch Mitte Februar. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass sich diese Bewegung fortsetzt. Daher dürften sich perspektivisch noch bessere Einstiegsmöglichkeiten bei Peripherie-Staatsanleihen bieten.

Neben den Peripherie-Anleihen haben sich zuletzt auch die Risikoaufschläge auf der Ebene ober- und unterhalb der Staaten (Supranationals und Sub-Sovereigns) ausgeweitet. Die Emittenten müssen mittlerweile wieder etwas höhere Prämien für den Marktzugang zahlen, was sich in teilweise attraktiven Neuemissionen niederschlägt. Der enorme Kapitalbedarf des SURE-Programms der EU dürfte – wie bereits in der letzten Ausgabe erwähnt – zu kurzfristigen Opportunitäten an dieser Stelle führen.



**Spannungsfeld
zwischen Inflations-
erwartungen,
Fiskalprogrammen
und Geldpolitik**



**Opportunitäten bei
Neuemissionen und
SSAs**

Abbildung 3: Bund-Spreads europäischer Peripherie-Staatsanleihen



Quelle: Refinitiv Datastream

Unternehmensanleihen

Der Spreadausweitung bei einigen Renteninstrumenten wie italienischen und französischen Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen und Zinsswapsätzen konnten sich Unternehmensanleihen bisher entziehen. Die Assetklasse kann – ganz im Gegenteil zu den oben genannten Emittenten – sogar auf kontinuierlich fallende Risikoaufschläge seit Jahresanfang zurückblicken. In der Summe sind die Renditen von IG-Unternehmensanleihen daher auch nur leicht gestiegen. Auch die Sub-Assetklassen HY- und Hybridanleihen weisen eine relative Outperformance gegenüber sonstigen Rentenklassen auf. Letztendlich sind somit zwar die absoluten Renditen etwas angestiegen, im relativen Vergleich zu sicheren Anleihen sind diese jedoch – insbesondere bei guten IG-Qualitäten – kaum mehr attraktiv.

Da die Credit-Kurven weiterhin sehr flach sind, sollten Investitionen in länger laufende IG-Anleihen gemieden werden. Grundsätzlich sind schlechtere Ratings besseren vorzuziehen. Auch Hybridanleihen mit kurzen Kündigungsterminen erscheinen im relativen Vergleich attraktiv. Im Gegenzug sollten die Laufzeitriskiken, wie oben angemerkt, begrenzt werden. Weitere Spreadeinengungen sind von den aktuellen Levels ausgehend sehr unwahrscheinlich. Über die Partizipation an Neuemissionen können vereinzelt attraktive Papiere erworben werden. Jedoch ist hier selektiv vorzugehen, da nicht alle Emittenten interessante Prämien bieten.

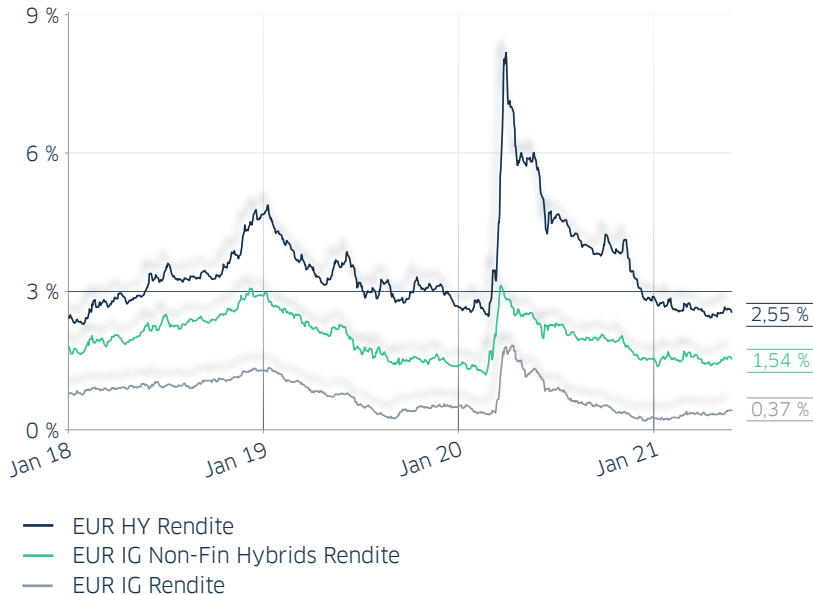
Bei Unternehmensanleihen aus der Peripherie rentiert eine Vielzahl unter den jeweiligen Staatsanleihen. Trotz unterschiedlicher Rechtsstände (Unternehmensanleihen oft nach englischem Recht und Staatsanleihen nach inländischem Recht) erscheint diese Tatsache kontraintuitiv und macht die entsprechenden Emittenten anfällig für höhere Risikoaufschläge, da die Staatsanleihen, insbesondere in volatileren Phasen, das liquidere Instrument sind und deren Liquiditätsrisikoprämien kaum ansteigen. Dies kann in solchen Marktphasen selbst dann gelten, wenn das unterliegende Kreditrisiko des Unternehmens eigentlich noch geringer als das des Staates eingeschätzt wird.



**HY- und Hybrid-
anleihen mit kurzer
Duration weiterhin
attraktiv**

Nachdem sie bereits in der letzten Ausgabe Erwähnung fanden, soll auch dieses Mal noch auf die Unternehmen eingegangen werden, die von einem Wiedereröffnen der Wirtschaft am meisten profitieren würden (vor allem Airlines, Catering, Hotels, Buchungsportale). Diese konnten erneut mit geringeren Risikoaufschlägen aufwarten. Jedoch sind mittlerweile auch hier die Risikoprämien so gering, dass weitere Spreadeinengungen unwahrscheinlich erscheinen. Eine Untergewichtung wäre im Sinne der positiven wirtschaftlichen Erwartungen unangemessen, eine Übergewichtung jedoch aufgrund der niedrigen Risikoprämien ebenso, weswegen wir diese Emittenten neutral gewichten.

Abbildung 4: Corporate-Bondrenditen (Euro)



Quelle: Bloomberg

Emerging Markets Anleihen

Entwicklungsländeranleihen sind aktuell hoch mit dem generellen Risikosentiment korreliert, welches wiederum maßgeblich von der Inflationsdiskussion beeinflusst wird. Von der Zinsbewegung seit Jahresanfang konnten sich die Anleihen nicht entkoppeln – weder in EUR noch in USD. Im historischen Vergleich sind die Risikoaufschläge eher niedrig und bieten lediglich einen geringen Puffer.

Innerhalb der Assetklasse ist die Differenzierung wichtig. Asiatische Hartwährungs-Anleihen konnten sich deutlich besser entwickeln als Anleihen lateinamerikanischer Länder. Diverse bevorstehende Wahlen (bspw. Peru) zeigen, dass linksgerichtete Strömungen auf dem südamerikanischen Subkontinent weiterhin stark vertreten sind. Zwar weisen einige lateinamerikanische Länder geringe Verschuldungsquoten auf, die politischen Unabwägbarkeiten sind jedoch große Risikofaktoren und werden aktuell am Markt kaum vergütet.

Perspektivisch wird das globale Wachstumsdifferential weiter für die Performance entscheidend sein. Auch hier sind asiatische Länder klar im Vorteil. Nachdem die Rohstoffpreise in der Breite zuletzt nicht mehr in der selben Geschwindigkeit gestiegen sind, wie dies noch vor wenigen Wochen der Fall war, könnten zudem rohstoffabhängige Entwicklungsländer verstärkt unter Druck geraten. Wir ziehen daher weiterhin Länder mit besseren Ratings und höherer Kreditqualität den Ländern mit niedrigeren Ratings und schlechterer Kreditqualität vor. Auch wenn die Spreadniveaus nur noch geringe Puffer bieten, sollten sich bessere Schuldner vorteilhafter entwickeln.

Globales Wachstumsdifferential entscheidend für Performance



In Folge der Corona-Krise sind Gelder in größerem Umfang aus der Assetklasse abgeflossen. Emerging Markets Hartwährungs-Anleihen könnten daher von positiven Mittelflüssen profitieren, wenn die Krise final gebannt ist.

Fazit

Die Erwartungen an den zukünftigen Inflationspfad bleiben aktuell tonangebend für die Entwicklung fast aller Assetklassen. Neben dem medialen Fokus spricht für diese Maßgeblichkeit auch, dass von ihrer weiteren Entwicklung die für die Marktteilnehmer enorm relevante Gegenreaktion der Zentralbanken abhängt.

Aufgrund der relativen Outperformance und der nun daraus resultierenden mangelnden Attraktivität reduzieren wir die Gewichtung von EUR-IG-Anleihen zugunsten von EUR-HY-Anleihen. Wir präferieren somit Kreditrisiken über Durationsrisiken im Bereich der Unternehmensanleihen.

Gegenüber der letzten Ausgabe bleibt die Aktiengewichtung unverändert. In Folge einer ausgeprägten Marktschwäche können Aktien jedoch wieder attraktive Bewertungsniveaus erreichen. Innerhalb der Assetklasse muss ein großes Augenmerk auf die Titelauswahl gelegt werden, da die Aktien – je nach Geschäftsmodell – ganz unterschiedlich auf die erwartete Inflation reagieren. Wachstumswerte sind bei steigender Inflation besonders anfällig, wohingegen zyklische Aktien tendenziell profitieren.

Staatsanleihen sind in der Breite weiterhin unattraktiv. Sollten Peripherieanleihen deutliche Spreadausweitungen erfahren, wäre das Risiko ab einem bestimmten Punkt wieder angemessen vergütet und diese könnten Einzug in das Income-Portfolio finden.

Hartwährungsanleihen von Emerging Markets Ländern sind weiterhin ein Bestandteil des Portfolios. Diese könnten von Mittelzuflüssen in die Assetklasse profitieren.

Die Kasse bleibt weiterhin übergewichtet bis sich die Bewertungsniveaus der Risiko-Assetklassen wieder normalisiert haben und sich somit attraktivere Einstiegsniveaus ergeben.

Mit freundlichen Grüßen

Die Geschäftsführung der LBBW Asset Management

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

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
Jonas Rebmann, CFA, CQF
Tim Rudlaff, CFA

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@
LBBW.de**

Redaktionsschluss:
27.05.2021