

Investmentbrief

23. November 2018

Frank Hagenstein
Vorsitzender der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

Sehr geehrte Investoren,

die großen Notenbanken der Industrienationen sehen derzeit keinen Handlungsbedarf bezüglich ihrer restriktiven Geldpolitik. Als Begründung führen sie das positive Konjunkturwachstum, die stabile Wirtschaftsdynamik und einen intakten Arbeitsmarkt an. Der Blick auf die Märkte lässt allerdings Zweifel daran aufkommen. Nahezu alle Aktienindizes, mit Ausnahme der USA, weisen eine negative Jahresperformance auf. Die Treiber der Verwerfungen am Aktienmarkt sind das Ergebnis des Protektionismus sowie eine befürchtete Abschwächung der Konjunktur, die sich im Ölpreisverfall zeigt.



Die Risikoeinordnung aus dem letzten Investmentbrief wurde aktualisiert. Die Eintrittswahrscheinlichkeiten bezüglich einer schwächeren Weltkonjunktur und den Spannungen der italienischen Regierung mit der EU schätzen wir jeweils höher ein. Der steigende Verschuldungsgrad von US-Unternehmen wurde neu aufgenommen. Das Ergebnis der Midterm Elections hatte keine Marktimplikationen. Die Anzeichen auf eine Annäherung im Handelskonflikt der USA mit China mehren sich. Sollte es zu einem Kompromiss kommen, werden Risiko-Asset-Klassen davon profitieren.

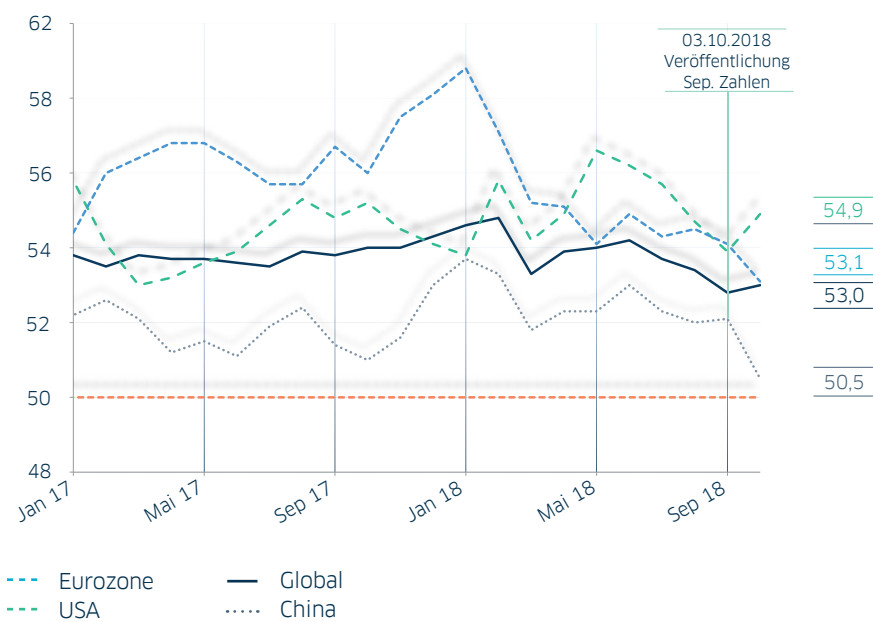

Ihr
Frank Hagenstein

Kapitalmarktumfeld

Der Oktober war ein ereignisreicher Monat und erinnerte an den Aktiencrash im Februar. Der Grund für die Kursverluste an den Aktienmärkten war die Summe aus der Sorge vor einer rückläufigen weltweiten Konjunktur, dem fallenden Ölpreis sowie einer sehr restriktiven FED. Zu diesem Zeitpunkt demonstrierte die Notenbank ihre Unabhängigkeit gegenüber der amerikanischen Politik. Das globale Wachstum schwächt sich im dritten Quartal 2018 voraussichtlich um einen halben Prozentpunkt ab. Auch die Frühindikatoren für die globale Konjunktur sind zum Großteil rückläufig (siehe Abbildung 1). Die Ursachen hierfür sind vielfältig. Neben dem Handelskonflikt, dem italienischen Schuldenstreit mit der EU und den Problemen in China geht auch die europäische Konjunktur in eine moderate Abschwungphase über. Gegenwärtig stabilisieren sich die Aktienmärkte und bilden seit Ende Oktober einen Boden aus.

Schwächere globale Konjunkturerwartungen

Abbildung 1: PMI Composite Indizes



Quelle: Markit, Bloomberg

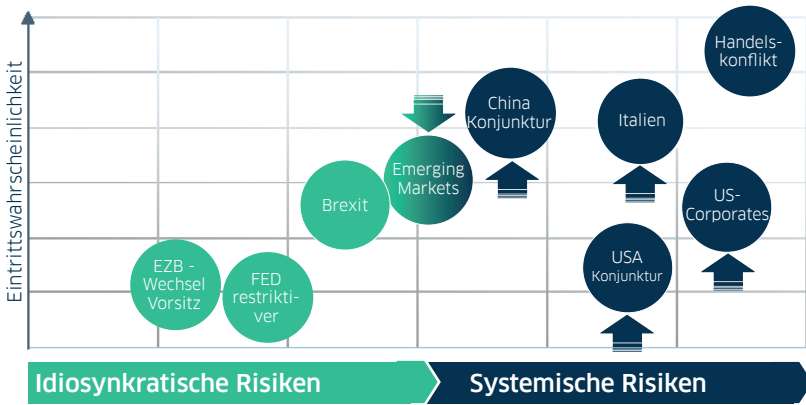
Den größten Einfluss auf das Marktgeschehen hat nach wie vor der Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China. Eine Einigung würde insbesondere die Konjunktur der Volksrepublik sowie deren Zulieferländer festigen. Obgleich amtierende Präsidenten in der Vergangenheit in Vorbereitung auf den nächsten Präsidentschaftswahlkampf nach verlorenen Midterm-Wahlen eher bestimmter auftraten, mehren sich die Anzeichen auf eine Annäherung. Die Zölle hatten bislang keine negativen Auswirkungen auf die US-Konjunktur. Weitere Eskalationen sind in den Prognosen für 2019 bereits enthalten. Wir erwarten daher bis Ende nächsten Jahres keine massive Abschwächung des prognostizierten US-Wachstums (2,4% - 2,8% p.a.). Das Renditeniveau kurzlaufender US-Anleihen führt zu einer Verschiebung der relativen Attraktivität der Assetklassen: Die Dividendenrenditen amerikanischer Aktien liegen unterhalb der Verzinsung von klassischen US-Geldmarktfonds.

USA: Keine massive Wachstumsabschwächung in 2019

Die US-Konjunktur befindet sich seit neun Jahren im Aufschwung. Eine prosperierende Konjunktur endet nicht abrupt. Bedeutende Abschwungphasen wurden immer von exogenen oder endogenen Ereignissen ausgelöst, die ab einer bestimmten Dimension für das System nicht mehr tragbar waren. In der Finanzmarktkrise war die Ursache unter anderem der Preisverfall des amerikanischen Häusermarkts. Im ersten Quartal 2016 hatte ein starker Rückgang der Konjunkturerwartung ihren Ursprung im stark fallenden Ölpreis (Brent Öl im Tief bei 27 \$/Barrel).

Unsere aktualisierte Risikoeinordnung (siehe Abbildung 2) zeigt die Veränderung zu Mitte September. Neu aufgenommen wurde der steigende Verschuldungsgrad von US-Unternehmen. Daraus könnte eine Blase entstehen, die das Potenzial besitzt, eine konjunkturelle Abschwächung hervorzurufen. Der zunehmende Leverage wird insbesondere durch Übernahmetransaktionen (M&A) und der Finanzierung von Aktienrückkäufen ausgelöst. Sollten Gewinnrückgänge zusätzlich belasten, werden Bondholder die Risiken neu einwerten. Als prominentes idiosynkratisches Beispiel dient aktuell General Electric. Liquiditätssorgen ließen, beim einst wertvollsten Unternehmen der Welt, die Credit-Spreads in die Höhe schnellen. Zudem ist eine Migration hin zu BBB-Ratings im Investment Grade Bereich zu beobachten.

Abbildung 2: Einordnung der aktuellen Risiken und Veränderung zu Mitte September



Quelle: LBBW Asset Management

Der italienische Fiskalplan für 2019 wurde von der EU abgelehnt. Dieser enthält ein strukturelles Defizit des BIP, das 1,4% höher liegt als die EU vorsieht. Italien droht damit ein Defizitverfahren. Die Verhandlungen mit der EU werden sich über mehrere Monate hinziehen. Die Gefahr steigt, dass das Links-Rechts-Bündnis die Legislaturperiode nicht überdauert. Vor allem die Partei MS5 (-5%-Punkte seit den Parlamentswahlen) verliert weiter an Zustimmung, während die Lega Nord seither deutlich zulegen konnte (+13% Punkte). Dazu schwächt sich das Wirtschaftswachstum deutlich ab.

Italien bleibt systemisches Risiko

Asset Allocation

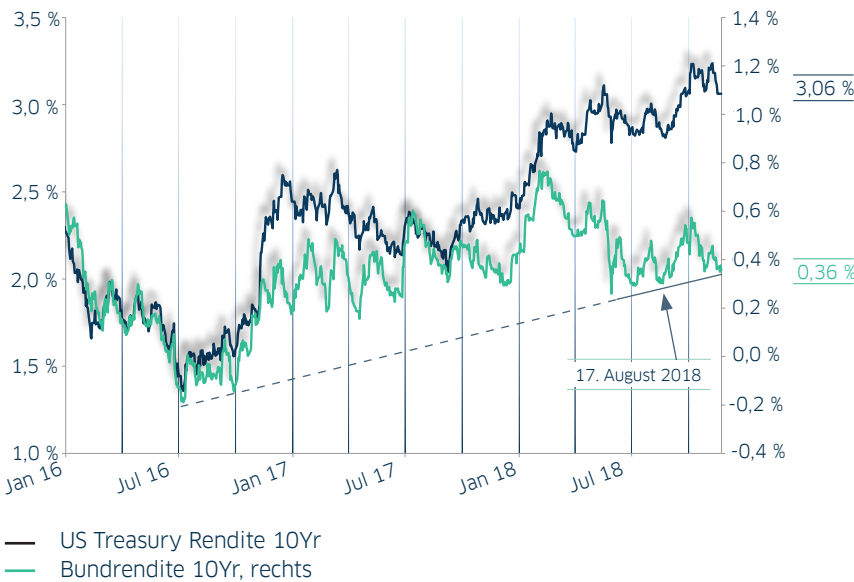
Das Renditeniveau europäischer Kernländer war trotz der schwachen Aktienmärkte im Oktober relativ stabil (siehe Abbildung 3). Analog zum Flash-Crash der Aktien im Februar haben Risiko-Assetklassen dies erneut sehr heterogen begleitet. Während die Aktienmärkte in der Spitze circa 10% nachgaben, wiesen Unternehmensanleihen nur geringe Performanceverluste auf. Sinkende Zinsen wirken hier als „natürlicher Hedge“. Die Spreads von Unternehmensanleihen weiteten sich im Nachgang aus. Das bisherige währungsgesicherte Income Portfolio (siehe rechts) weist daher seit der letzten Publikation eine negative Performance in Höhe von 2,5% auf.

Dennoch sollte mittelfristig eine Investition in ein breit diversifiziertes Income-Asset-Portfolio die Ertragsproblematik im Niedrigzinsumfeld lösen. Ertragsorientierte Anlagen (Kupons, Dividenden) puffern Zinsanstiege und sind daher gegenüber Investments, die ihre Performance über Kurssteigerungen generieren, zu bevorzugen. Ein aktives Management sowie eine breite Diversifikation sollten das Risiko von Ausfällen und Dividendenkürzungen reduzieren.

Euro-Staatsanleihen

Nachdem die zehnjährige Bundrendite bis Anfang Oktober signifikant angestiegen war, profitierten Bundesanleihen während der letzten Korrektur der Aktienmärkte. Seit September notierte diese in einer Bandbreite von 0,34% bis 0,58%. Der letzte Tiefstand vom 17. August 2018 (0,29%) wurde damit trotz hoher Marktschwankungen nicht erreicht (siehe Abbildung 3). Wir behalten unsere „Untergewichtung“ der Assetklasse Staatsanleihen bei und würden die Kapitalbindungsdauer bei einer Rendite um 0,35% verkürzen.

Abbildung 3: Bund- und US-Treasury-Renditen (10 Yr)



Quelle: Bloomberg

Italienische Staatsanleihen haben seit Ende September weiter deutlich an Wert verloren. Mit dem Beharren Italiens auf dem hohen Strukturdefizit ist das Risikopotenzial für die Kapitalmärkte weiter angestiegen. Das einzige Regulativ ist die Höhe der italienischen Renditen. Diese wird die italienische Regierung hinsichtlich einer Nachbesserung des Fiskalplans sensibilisieren. Die Rendite 10-jähriger

Income Portfolio 2018	Anteil bisher	Anteil neu
Corporates EUR-IG	0,0 %	7,5 %
Corporates US-HY	20,0 %	17,5 %
Corporates EUR-HY	40,0 %	35,0 %
EM-Anleihen (Hartwhg.)	30,0 %	30,0 %
Aktien Europa	10,0 %	10,0 %

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

Europas Probleme manifestieren das Niedrigzinsumfeld

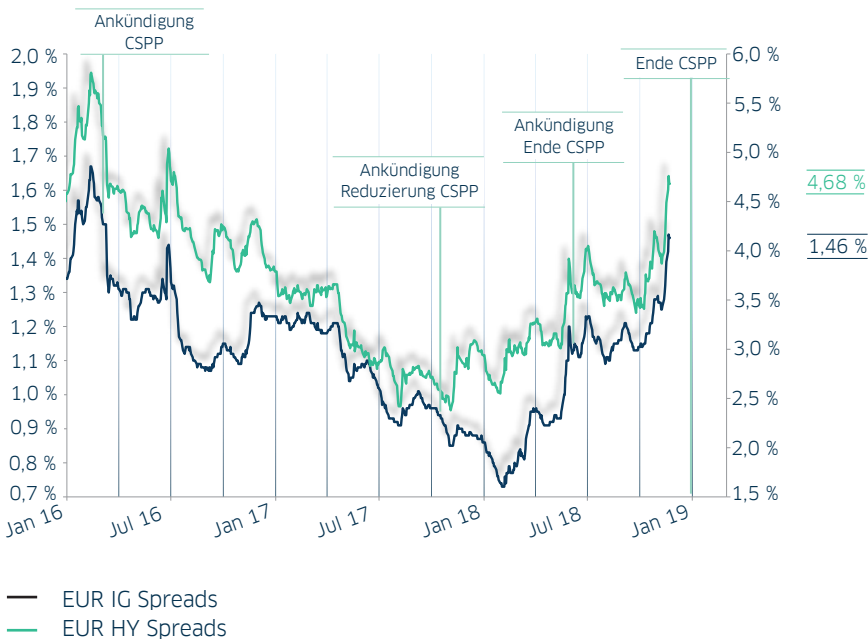
BTPs sehen wir in einer Bandbreite von 270 bis 360 Basispunkten über Bundesanleihen bei einem Equilibrium von 310 Basispunkten. Wir bleiben weiterhin untergewichtet. Im wahrscheinlichen Szenario des Verbleibes Italiens in der Eurozone werden Spreads oberhalb der Range sowohl für neue Käuferschichten (Retail und USD-Investoren) als auch für inländische Banken wieder interessant.

Unternehmensanleihen

Seit der Ankündigung der EZB im November 2017 ihre Kaufprogramme zu reduzieren, weiten sich die Spreads von Unternehmensanleihen aus (siehe Abbildung 4). Die Unsicherheit über die konjunkturelle Situation ließ die Risikoprämien im Oktober nochmals zulegen. Die Performance indes war in diesem Zeitraum nur leicht negativ, da das allgemeine Zinsniveau gesunken ist. Die Spreads befinden sich gegenwärtig auf den Levels von vor der Ankündigung des Corporate-Bond-Kaufprogrammes (CSPP; siehe Abbildung 4). Dies rechtfertigt eine erneute Aufnahme europäischer Investment Grade-Bonds in das Income Portfolio. Aufgrund des von uns erwarteten, moderat steigenden Renditeniveaus und der Income-Eigenschaft von Unternehmensanleihen belassen wir Hochzinsanleihen auf „Übergewichten“ und stufen europäische Investment Grade-Anleihen auf „moderat Übergewichten“ hoch.

Corporate-Spreads auf Levels von vor dem EZB-Kaufprogramm

Abbildung 4: Spreads europäischer Corporates Investment Grade/ High Yield (Non-Financial) über Staatsanleihen



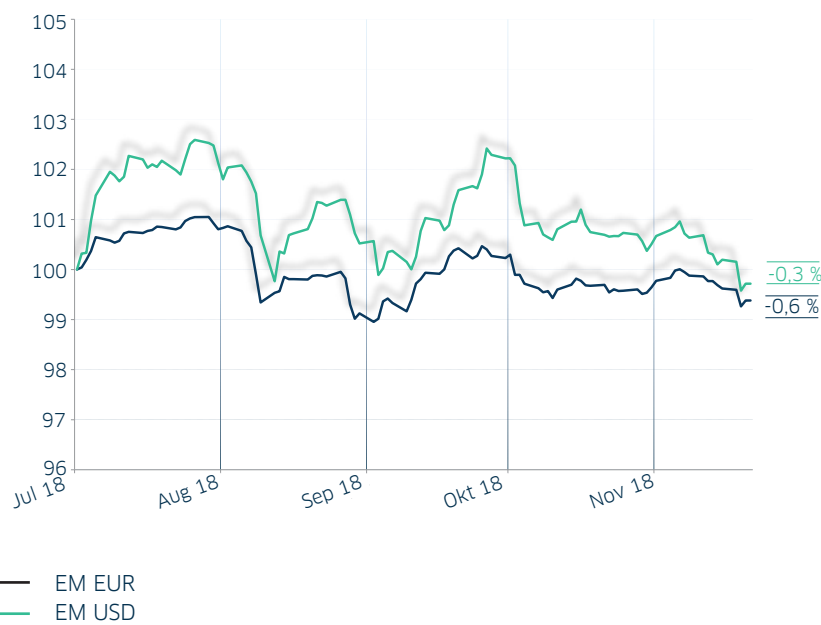
Quelle: Bloomberg

Emerging Markets Anleihen

Der starke USD und der schwache Ölpreis belasteten die Schwellenländer. Zuletzt erwiesen sich Hartwährungsbonds (insbesondere in Euro denominiert) dennoch als stabiles Risiko-Asset (siehe Abbildung 5). Von einer Entspannung im Handelskonflikt würde die Assetklasse profitieren. Wir raten zu breit diversifizierten Investitionen in EM-Staaten ohne Zwillingsdefizit.

Sorge bei Schwellenländer hat abgenommen

Abbildung 5: EM-Anleihen in EUR und in USD: Total Return-Betrachtung YTD, indexiert auf 100 per Jahresmitte



Quelle: Bloomberg

Fremdwährungsraum

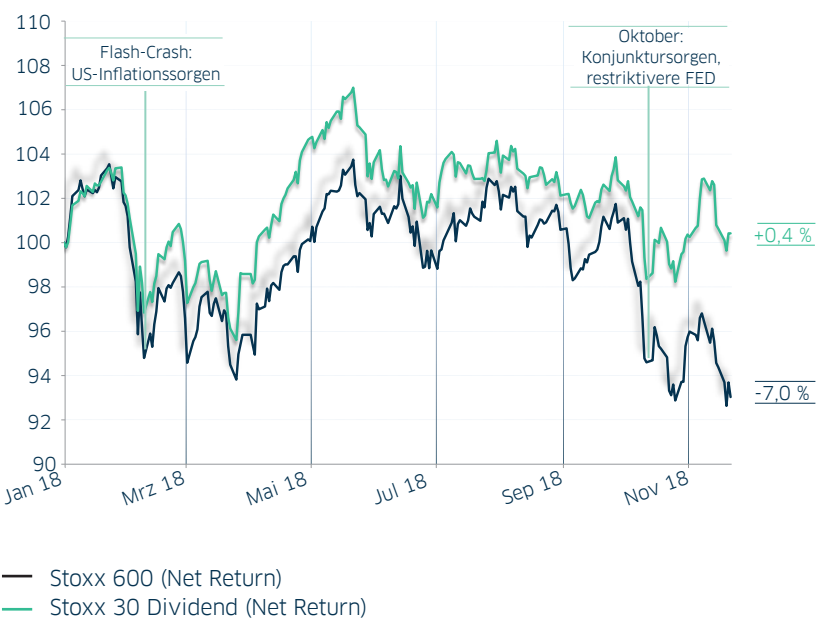
Unsere Range von 1,15 bis 1,20 EUR/USD hat bis Mitte Oktober gehalten. Derzeit besteht eine hohe Korrelation des EUR/USD-Wechselkurses mit dem BTP/Bund Spread. Die Schuldenkrise in Italien ließ den Kurs zwischenzeitlich auf 1,1216 absinken. Darüber hinaus beginnen die Märkte eine Leitzinserhöhung der EZB in 2019 in Frage zu stellen. Die restriktivere Politik der FED mitsamt vier Leitzinserhöhungen bis Ende 2019 ist beim EUR/USD-Kurs bereits eingepreist.

Aktien

An den Aktienmärkten gab es deutliche Verwerfungen bei zyklischen Sektoren. Neben den Branchen „Automobil“ und „Finanzen“ verloren auch die bisher erfolgreichen Technologiewerte signifikant an Wert. Das Ausmaß des Marktabrisses hatten wir nicht erwartet. Die Gewinnerwartungen der Unternehmen in den USA (+8,7% yoy EPS-Wachstum in 2019) wie auch in Europa (+8,9% yoy EPS-Wachstum in 2019) sind weiterhin überdurchschnittlich hoch. Für Aktieninvestments sprechen außerdem erste Anzeichen einer Annäherung zwischen USA und China in deren Handelsbeziehungen sowie eine mögliche Normalisierung der FED-Geldpolitik. Auch weisen die Top 30-Dividendentitel Europas in der Total-Return-Betrachtung seit Jahresbeginn eine deutlich bessere Performance als der breite Markt auf (siehe Abbildung 6). Aus heutiger Sicht erwarten wir mittelfristig eine Outperformance von Aktien gegenüber anderen Risiko-Assetklassen.

Hohe Dispersion der Sektoren

Abbildung 6: Total Return Betrachtung YTD des europäischen Aktienmarktes (Stoxx 600 und Stoxx 30 Dividend Index) indexiert auf 100

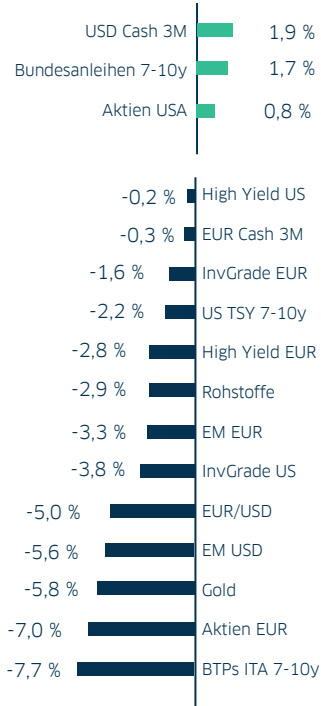


Quelle: Bloomberg

Fazit

Die Summe aus der Sorge über einen Konjunkturabschwung, dem fallenden Ölpreis sowie einer sehr restriktiven FED ließen zunächst die weltweiten Aktienmärkte korrigieren. Die Performance der weiteren Risiko-Assetklassen hielt sich in diesem Zeitraum weitestgehend stabil. Die Spreads von Unternehmensanleihen weiteten sich aus und befinden sich bereits auf den Levels von vor der Ankündigung des CSPPs. Folglich sehen wir das weitere Risikopotential begrenzt. Die Makrodaten stehen auch in 2019 weiter auf Wachstum. Die Notenbanken werden daher ihren Kurs des Quantitative Tightening auf Sicht weitergehen. Das im Vergleich zu 2017 volatile Marktregime und das Niedrigzinsumfeld in Europa werden aufgrund der Risiken weiter Bestand haben. Die hohen Verschuldungsquoten der US-Unternehmen könnten sich über die Zeit als problematisch erweisen. Auf regelmäßige Erträge abzielende Assetklassen sollten über einen Zeitraum von drei Jahren die Herausforderungen des Kapitalmarktumfeldes am besten lösen.

Jahresperformance



Quelle: Bloomberg

Disclaimer

Die LBBW unterliegt den Aufsichtsbehörden Europäische Zentralbank (EZB), Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 1253, 53002 Bonn/ Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zulässlichen Quellen, die wir für zulässig 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 Eigenstände 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 Zweck einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

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
Vorsitzender der Geschäftsführung
Ralph Holder
Thomas Wintermantel

Bei Fragen und
Anregungen wenden Sie
sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief @
LBBW.de**

Redaktionsschluss:

22.11.2018