

Investmentbrief

22. März 2019

Frank Hagenstein

Vorsitzender der Geschäftsführung; CIO
LBBW Asset Management

Sehr geehrte Investoren,

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



Kapitalmarktumfeld

Die amerikanische und die europäische Notenbank übermitteln inzwischen klare Signale einer gelockerten Geldpolitik. Die FED betonte eine „geduldige“ Vorgehensweise im Januar und bestätigte diese in ihrem jüngsten FOMC-Meeting. Mit der EZB-Ratssitzung vom 07. März ist auch der bis zuletzt restriktivere Kurs der europäischen Notenbankpolitik beendet. Die Notenbanker überraschten den Markt mit einer deutlichen Revision ihrer Wachstums- und Inflationsprognosen. Dieses abgeschwächte Zukunftsbild mündete in einer vorgezogenen Ankündigung einer neuen Reihe von Refinanzierungsgeschäften für Kreditinstitute (TLTRO III). Zudem erfolgte die Anpassung der „Forward Guidance“, die Leitzinsen bis mindestens über das Ende 2019 hinaus auf dem aktuellen Niveau zu belassen.

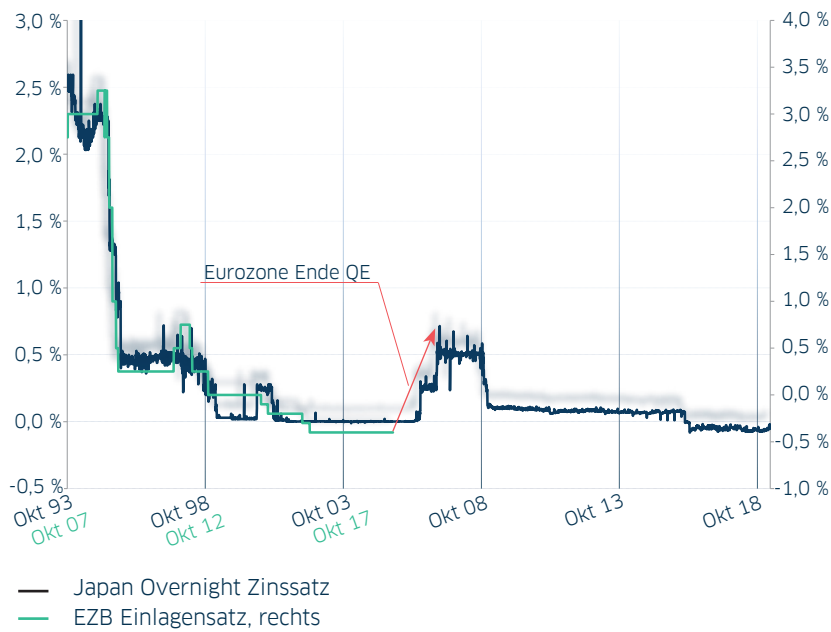
Der Verlauf der Leitzinsen der europäischen und der japanischen Notenbanken weist zeitversetzt signifikante Parallelen auf (siehe Abbildung 1). Allerdings gibt es auch einige Unterschiede innerhalb der beiden Volkswirtschaften. Japan hatte zum Zeitpunkt der beginnenden Nullzinspolitik bereits eine deflationäre Preisentwicklung. Aktien und Immobilien erlebten deutlich vor der Niedrigzinsphase einen Boom. Japan weist mit 235% des Bruttoinlandproduktes einen deutlich höheren Verschuldungsgrad als die Eurozone auf. Dieser ist sogar rückläufig auf 75%. Das Bruttoinlandsprodukt der Eurozone ist mehr als doppelt so

EZB schwenkt auf „expansiveren“ Kurs

Europa vs. Japan

groß. Anders als in Japan wird das politische Agieren durch die oftmals unterschiedlichen Interessen von 19 Einzelstaaten in der Eurozone erschwert. Dadurch erscheint ein dauerhaftes Niedrigzinsumfeld wie in Japan möglich. Der Umgang der japanischen Banken seinerseits zeigt Lösungsansätze für diese Herausforderung auf. In Japan wurde die zu große Anzahl von Banken deutlich reduziert. Die japanischen Institute haben zusätzlich die letzten Jahre sukzessive diverse Geschäftsfelder für sich erschlossen bzw. ausgebaut. Dazu gehören ausländische Finanzierungen (hauptsächlich in Nordamerika und Asien), inländische Immobilienfinanzierungen und Investitionen in Risiko-Assets wie Unternehmensanleihen und Aktien.

Abbildung 1: Leitzinsen der EZB und BoJ



Quelle: Bloomberg

Die amerikanische Notenbank hat mit ihrer Wende, hin zu einer „wait and see“-Strategie, die positive Kapitalmarktentwicklung des laufenden Jahres eingeleitet. Mit ihrer Ankündigung lässt sich erkennen, dass sie die nachlassende Konjunktorentwicklung stärker unterstützen wird. Die Wahrscheinlichkeit, dass der nächste Schritt eine Zinssenkung sein sollte, ist gestiegen. Die Makrodaten der Vereinigten Staaten sind nach wie vor stabil (Q4 BIP-Wachstum bei 2,6%). Allerdings ist der Frühindikator (PMI) des verarbeitenden Gewerbes („Manufacturing“) weiter rückläufig. Auch auf globaler Ebene, und insbesondere in Europa, zeichnet sich ab, dass die Leistung der produzierenden Unternehmen zurückgehen wird. Weiterhin stabilisierend wirken dagegen die Erwartungen der Dienstleistungssektoren. Diese repräsentieren den größeren Teil des Bruttoinlandsprodukts. Die Erwartungen zeigten sich im Februar deutlich verbessert. Zudem verläuft die Lohnentwicklung sehr robust. Aus heutiger Sicht ist zu erwarten, dass die FED eher ein Überschießen der Kerninflation (PCE Core) auf bis zu 2,5% zulassen wird. Dies wird in der späten Phase des Konjunkturzyklus toleriert. Daher ist kein Übertrag der negativen Dynamik des „Manufacturing“-PMIs in die Realdaten zu erwarten. Der Frühindikator für das verarbeitende Gewerbe sollte sich stabilisieren. Das amerikanische GDP-Wachstum müsste sich um 2% einpendeln.

FED unterstützt die Konjunktur und damit die Märkte

Die zuletzt sehr positive Entwicklung im Handelskonflikt zwischen den USA und China festigte die Erholung der Risiko-Assets. Die beiden „Parteien“ beabsichtigen, bis Ende April ein Abkommen zu unterzeichnen. Am Shanghai Composite-Aktienindex lässt sich der Verlauf des Handelskonflikts der USA mit China gut nachvollziehen (siehe Abbildung 2). Eine Einigung inklusive der Rückabwicklung der jüngst aufgebauten Zölle ist bereits zu einem Teil eingepreist.

Positiver Verlauf der Handelsgespräche der USA mit China

Abbildung 2: Chinesischer Aktienindex: Shanghai Composite und EUR IG Corporate Spreads (über Staatsanleihen, reverse)



Quelle: Bloomberg

Ein solches Übereinkommen wird allerdings nicht die gesamte Problematik des USA/China-Konflikts lösen können. Weitere Eskalationen sind zu erwarten und können die Märkte künftig beeinflussen. Ein aktuelles Beispiel ist das Verbot der Beteiligung von Huawei am Ausbau des US-Mobilfunknetzes. Die USA unterstellen dem Unternehmen die Weitergabe von Daten an den chinesischen Staat. Eine erneute Zuspitzung des Konflikts würde die Konjunktursorgen wieder stärker in den Mittelpunkt rücken. Jüngste Eingriffe der amerikanischen Regierung in europäische Belange lassen eine Verschiebung des Handelskonflikts in Richtung Europa sehr wahrscheinlich erscheinen. Offensichtlich sind die versuchten Einflussnahmen bei der deutschen Mobilfunknetzvergabe für die 5G-Technologie sowie der geplanten Gas-Pipeline Nord Stream 2.

Der Ausstieg Großbritanniens aus der EU ist noch unsicherer geworden. Die Verschiebung des 29.3. ist wahrscheinlich. Es wird weiter an einer einvernehmlichen Lösung gearbeitet. Sollte es doch zu dem unwahrscheinlichen No-Deal-Austritt des Vereinigten Königreichs kommen, wird es Marktverwerfungen geben. Eine Einigung dagegen wird keine Marktimplikationen haben.

Der Brexit geht in die Verlängerung

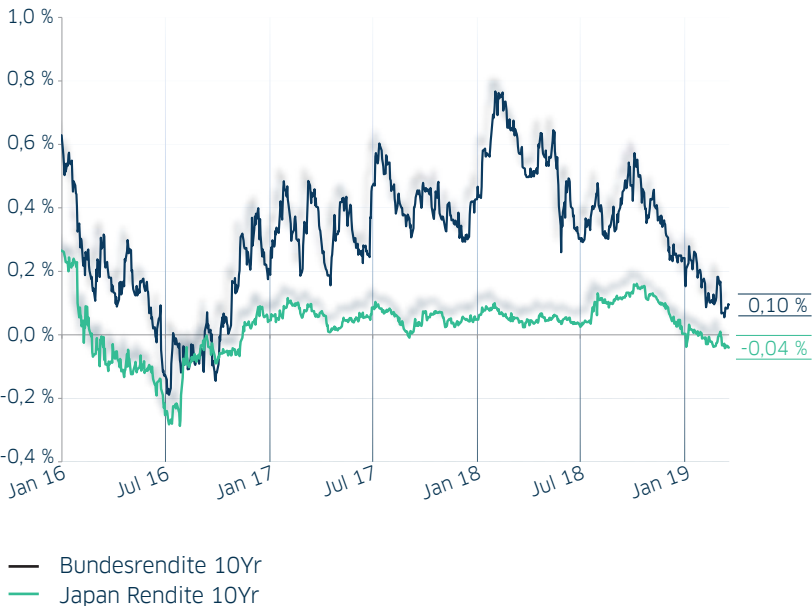
Asset Allocation

Das Income-Portfolio (Gewichtung siehe rechts) hat stark an der vergangenen Marktentwicklung partizipiert. Seit Jahresbeginn hat das währungsgesicherte Portfolio 5,3% an Wert zugelegt. Die Bewertungen der Risiko-Assetklassen stellen sich für Investoren weniger attraktiv dar als noch zu Beginn des Jahres. Die implizite Aktienvolatilität hat sich deutlich verringert. Es ist davon auszugehen, dass 2019 weniger volatil wird als 2018. Allerdings sollten die Marktschwankungen aus heutiger Sicht zunehmen. Folglich wird das Übergewicht für Risiko-Assets geglättet.

Euro-Staatsanleihen

Bundesanleihen waren nach der EZB-Ratssitzung Anfang März gefragt. Während der starken Marktphase seit Beginn des Jahres sank die 10-jährige Bundrendite um 19 Basispunkte von 0,24% auf 0,05% (siehe Abbildung 3). Der Markt hat an dieser Stelle die expansivere Geldpolitik der FED angenommen und für die EZB antizipiert. Das Untergewicht deutscher Staatsanleihen behalten wir auf diesem Niveau bei und erwarten eine Handelsrange für die nächsten Monate von 0,05% bis 0,45%.

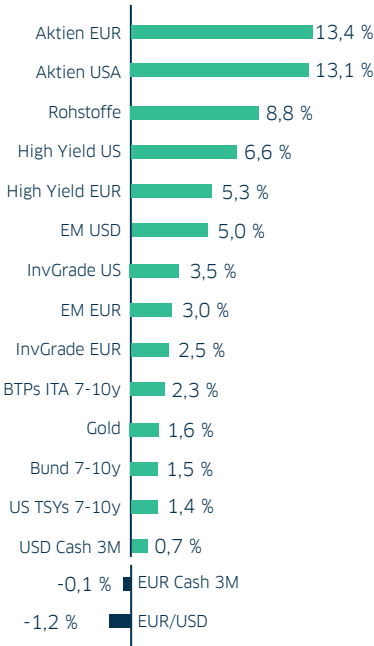
Abbildung 3: Bund- und JGB-Renditen (10 Yr)



Quelle: Bloomberg

Andere europäische Staatsanleihen stufen wir ebenfalls auf untergewichten. Die Papiere von Emittenten wie Frankreich und Spanien weisen vergleichsweise wenig Rendite auf. Die italienischen BTP-Zinsen erscheinen im Vergleich zu europäischen BBB-Corporates eher attraktiv (siehe Abbildung 4). Mit der Einigung zum EU-Haushalt ist Italien aus dem Marktfokus geraten. Aufgrund der weiterhin rezessiven Konjunktur gewichten wir italienische Staatsanleihen dennoch weiter unter.

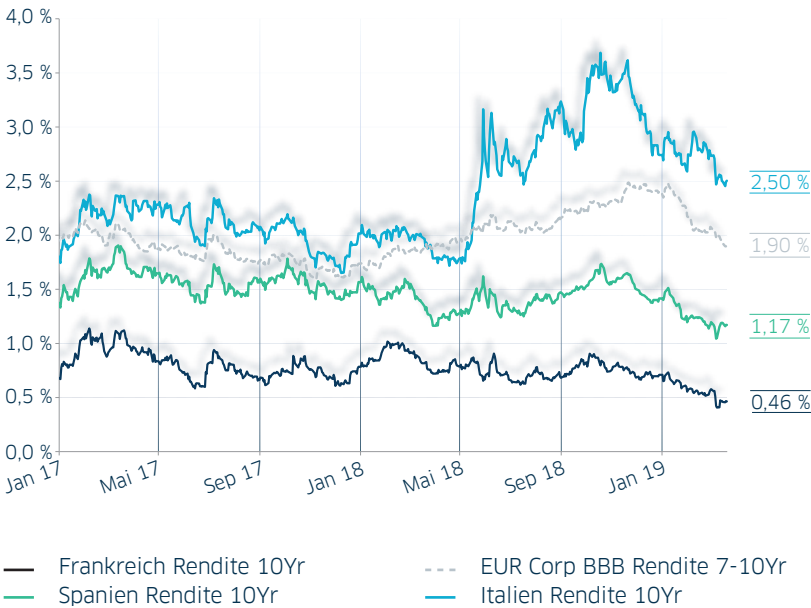
YtD-Performances 2019



Income Portfolio	Anteil alt	Anteil neu
Corporates EUR-IG	12,5 %	22,5 %
Corporates US-HY	10,0 %	7,5 %
Corporates EUR-HY	37,5 %	32,5 %
EM-Anleihen (Hartwhg.)	30,0 %	30,0 %
Aktien Europa/USA	10,0 %	7,5 %

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

Abbildung 4: Renditen französischer, spanischer und italienischer Staatsanleihen (10 Yr) sowie von EUR IG BBB-Corporates (7-10Yr)



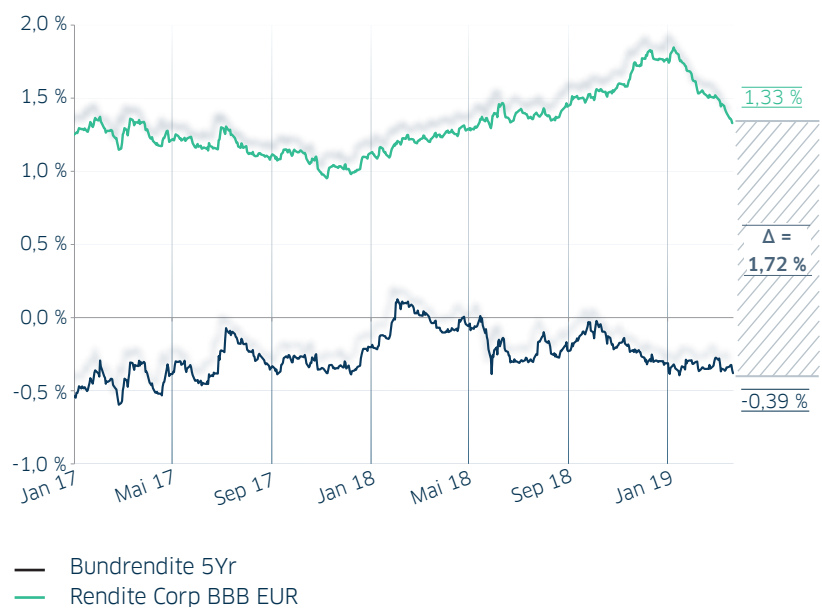
Quelle: Bloomberg

Unternehmensanleihen

Die Übergewichtung der Unternehmensanleihen war in doppelter Hinsicht lukrativ. Die Risikoaufschläge engten sich über alle Ratingklassen hinweg ein. Zudem haben sich die attraktiven Prämien der Neuemissionen vom Januar (im Durchschnitt 30 Basispunkte über der Sekundärmarktkurve) zeitnah angeglichen. Damit konnte eine additive Performance generiert werden. Der Handelskonflikt, restriktive Notenbanken in Kombination mit Konjunktursorgen und Illiquidität zum Jahresende 2018 führten zu Bewertungen, die hohe Rezessionswahrscheinlichkeiten implizierten. Zum heutigen Zeitpunkt stellen sich die Risikoprämien deutlich geringer dar. Der weit fortgeschrittene US-Konjunkturzyklus begrenzt den Einengungsspielraum der US-Spreads. In Europa erscheinen die Konjunktursorgen tendenziell größer, und es droht ein Handelskonflikt mit den USA. Hochzinsanleihen in EUR und USD stufen wir auf neutral zurück. Innerhalb des Investment Grade-Segments gewichten wir Papiere mit einem BBB-Rating weiterhin über. Deren Rendite weist in Verbindung mit der Bonität einen attraktiven Puffer gegenüber Renditeanstiegen auf (siehe Abbildung 5).

**Investment Grade bleibt
übergewichtet**

Abbildung 5: Renditen europäischer Investment Grade-Corporates mit Rating BBB (Non-Financial) und 5-jähriger Bundesanleihen

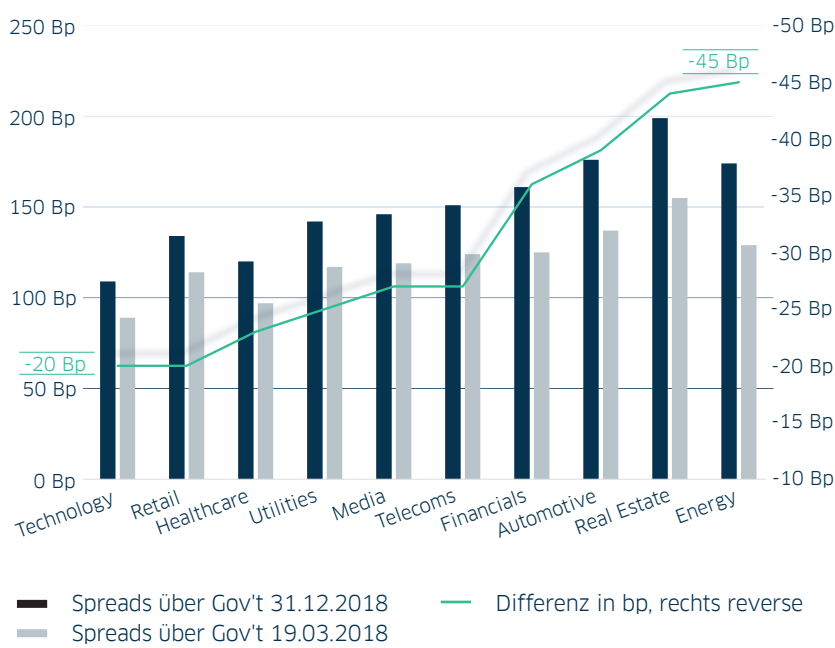


Quelle: Bloomberg

Bei genauer Betrachtung der europäischen Branchen zeigt sich, dass die Sektoren Energie und Immobilien am stärksten von der Marktentwicklung der ersten Monate profitierten. Technologie und Einzelhandel wiesen im selben Zeitraum vergleichsweise geringe Spread-Einengungen auf (siehe Abbildung 6). Im Unterschied dazu haben die Aktien der Retail- und Technologie-Branche besser performt als Energie und Immobilien. Basiseffekte sind zu berücksichtigen.

Sektoren haben unterschiedlich stark profitiert

Abbildung 6: Corporate-Sektoren im Vergleich: Spread-Einengungen YtD



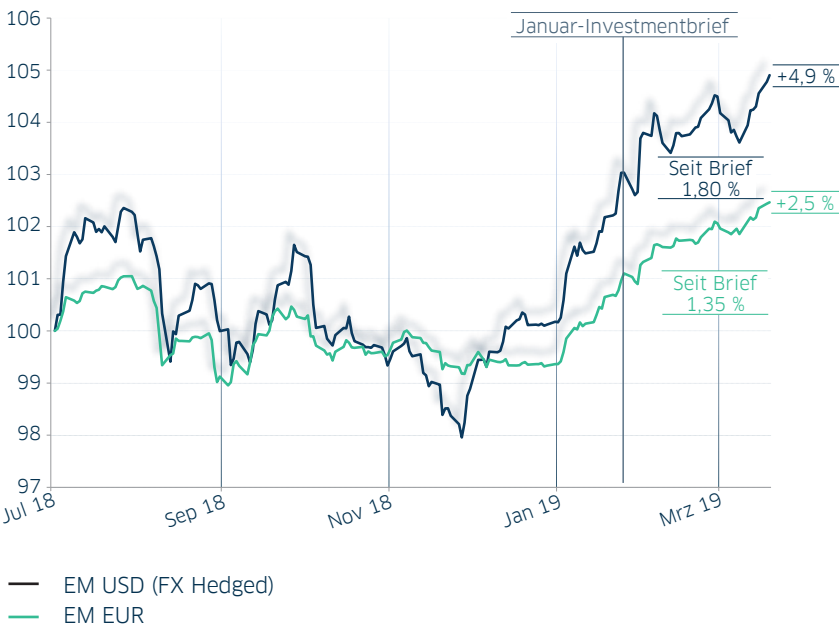
Quelle: Bloomberg

Emerging Markets-Anleihen

Staatsanleihen der Schwellenländer in Hartwährung denominated, weisen in 2019 bisher eine beeindruckende Performance auf (siehe Abbildung 7). Die „wait and see“-Politik der amerikanischen Notenbankpolitik gibt der Assetklasse weiter Aufwind. Die bis dato anhaltende USD-Stärke sollte sich gegenüber den Währungen der Emerging Markets abschwächen. Die Selektion nach Wirtschaftsleistung und Regime in den jeweiligen Staaten gilt weiter.

Emerging Markets
bleiben stark

Abbildung 7: Total Return Betrachtung indexiert auf 100 per Juli 2018: Emerging Markets-Anleihen in USD (währungsgesichert) und EUR



Quelle: Bloomberg

Fremdwährung (EUR/USD)

Unmittelbar nach der EZB-Sitzung Anfang März notierte das Währungspaar auf dem tiefsten Stand seit Mitte 2017 (1,1177). Seither hat sich der Kurs wieder erholt. Der Markt war vor der Ankündigung der EZB nicht von einer Leitzinserhöhung in 2019 überzeugt und preist diese nun auf Ende 2020 ein. Der USD hat seine Schwächephase zum Anfang des Jahres überwunden und im Vergleich zu anderen Währungen an Wert gewonnen. Aufgrund der Divergenz von soliden Konjunkturdaten und der rückläufigen Inflation ist auch die FED im abwartenden Modus und gibt wenig Impulse für einen stärkeren Greenback. Es ist davon auszugehen, dass der EUR/USD weiter seitwärts tendiert. Eine neutrale Gewichtung ist zu bevorzugen.

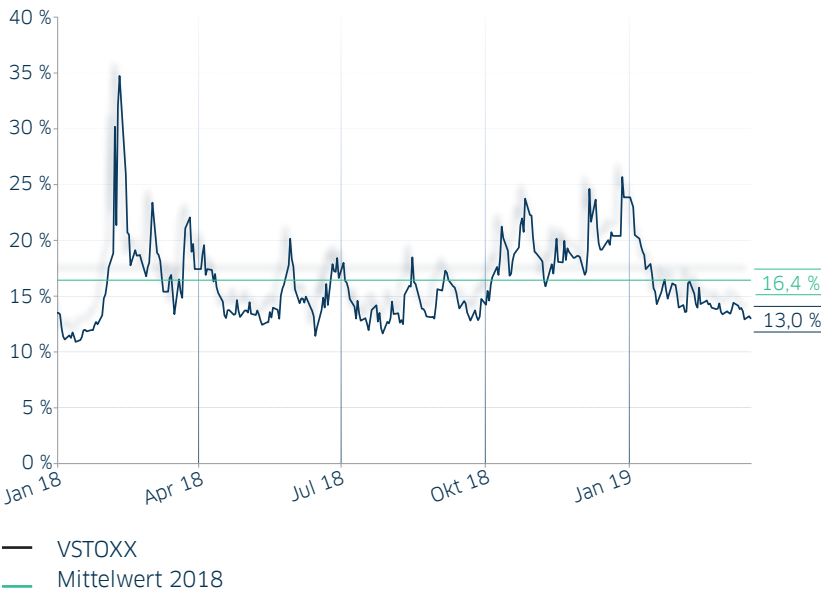
Aktien

Die Dynamik ist aktuell durch die expansivere Notenbankpolitik, einen sich abschwächenden Handelskonflikt und die Konjunkturprogramme in China sehr positiv. In Summe lässt dies die impliziten Aktienvolatilitäten auf ein vergleichsweise niedriges Niveau sinken (siehe Abbildung 7). Das im letzten Investmentbrief skizzierte Risikoumfeld ist jedoch weiterhin immanent. Sollte sich eine Einigung des Handelskonflikts verzögern oder der Brexit mit einem No-Deal vollzogen werden, würden starke Marktverwerfungen folgen. Für Europa besteht die Gefahr, in den Fokus des Handelsstreits der USA zu geraten. Exportabhängige Unternehmen und deren Zulieferer würde dies zusätzlich belasten. Den amerikanischen Aktienmarkt könnten vor allem innenpolitische Spannungen beeinträchtigen (potenzielles Amtsenthebungsverfahren,

Aktiengewinne
realisieren

Schuldenobergrenze, Auflösung der Trump-Steuerersparnis durch Demokraten). Aufgrund der vorab skizzierten Risikoeinschätzung stufen wir die Assetklasse auf neutral ein. Die Beimischung amerikanischer Aktien wird beibehalten.

Abbildung 8: Implizite Volatilität des Euro Stoxx 50, gemessen durch den VSTOXX



Quelle: Bloomberg

Fazit

In der letzten Ausgabe wurden vier Schlüsselindikatoren identifiziert. Drei davon weisen sehr positive Entwicklungen für sämtliche Assets auf. Die Gespräche im Handelskonflikt der USA mit China sind weit fortgeschritten. Die Notenbanken wechselten wieder in einen akkommodativen Modus, und das systemische Risiko des hohen Verschuldungsgrads der „US-Corporates“ ist aktuell rückläufig. Einzig die globalen Frühindikatoren des verarbeitenden Gewerbes geben weiter Grund zur Besorgnis. Die „Service“-Pendants weisen im Februar eine Verbesserung auf. Taktisch nehmen wir eine Glättung der Übergewichtung von Risiko-Assets vor. Die Grundausrichtung unserer Asset Allocation bleibt moderat positiv. Diese „Vorsicht“ liegt darin begründet, dass systemische Risiken am Markt aktuell unterrepräsentiert sein könnten. Eine Verschiebung des Fokus im Handelskonflikt auf Europa erscheint wahrscheinlich. Der US-Konjunkturzyklus ist weit fortgeschritten, visualisiert durch die zuletzt schwachen US-Arbeitsmarktzahlen. Das Wachstum in Europa wird in 2019 zwischen 1,0% und 1,4% liegen. Die Parallelen in Europa zur historischen Renditeentwicklung in Japan zeigen klar auf, dass das Niedrigzinsumfeld noch für lange Zeit bestehen kann. Das Spannungsfeld der Marktteilnehmer zwischen Niedrigzins und Ertragsdruck bleibt dann bestehen.

Übergewicht der Risiko-Assets glätten


Ihr
Frank Hagenstein

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:

22.03.2019