

Investmentbrief

21. Mai 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

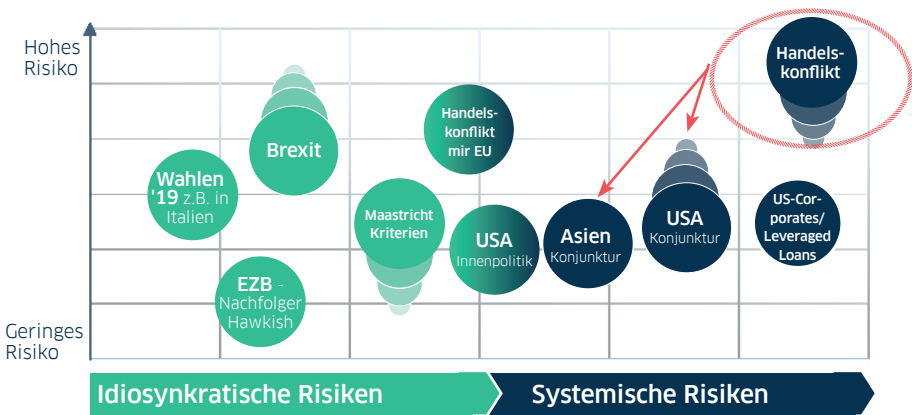
Die amerikanische und die europäische Notenbank befinden sich im Risikomanagement-Modus. FED und EZB beobachten nach ihren Schwenks hin zu einer gelockerten Geldpolitik die Entwicklungen der Makrodaten. Beide haben insbesondere die rückläufige Inflation im Fokus. Trotz eines US-Wirtschaftswachstums von 3,2% im ersten Quartal 2019 hat sich die Kerninflation (PCE) mit 1,6% deutlich vom Zielwert (zwei Prozent) entfernt. Europas Q1-Wachstumswert hat sich bei 0,4% stabilisiert. Die Kerninflation im April überraschte positiv (1,2%). Die EZB wird expansiv bleiben, solange die Inflation sich nicht nachhaltig stabilisiert. Im Juni wird sie zudem erste Ausgestaltungsmerkmale der TLTROs ankündigen. Eine Entscheidung bezüglich einer möglichen Zinsstaffelung (Tiering) wird wahrscheinlich zunächst offen bleiben. Neben den Notenbanken war die Bodenbildung der chinesischen Konjunktur ein wichtiger Stabilisator für die globalen Kapitalmärkte. Nachdem der Frühindikator für das verarbeitende Gewerbe im März in den Bereich des positiven Wachstums gedreht hatte, verbesserten sich die Exporte und die Industrieproduktion. Ursächlich hierfür waren staatliche Konjunkturprogramme und die bis Anfang Mai dieses Jahres positiv verlaufenden Handelsgespräche mit den USA. Die neuesten Daten zeigen, dass sich China weiter auf dem Weg einer Stabilisierung befindet. In Summe haben sich die globalen Makrodaten somit verbessert.

Notenbanken im Risikomanagement- Modus

Die Frühindikatoren für das verarbeitende Gewerbe haben diese Entwicklung nicht vorhergesehen.

Die weitere Entwicklung der Konjunktur wird allerdings in erster Linie vom Verlauf des neu entfachten Handelskonflikts der USA mit China abhängen. Dieser stand unseres Erachtens kurz vor einer Einigung. Am 05. Mai erfolgte jedoch die Ankündigung des US-Präsidenten, die letzten September auferlegten Zölle auf chinesische Importe im Wert von 200 Mrd. USD von 10% auf 25% erhöhen zu wollen. Diese traten noch in derselben Woche in Kraft. Weitere Abgaben und Erhöhungen sind angedacht. China kündigte umgehend eigene Maßnahmen an, die ab dem 01. Juni in Kraft treten sollen. Gemäß unserer Einschätzung war der Handelskonflikt trotz des positiven Verlaufs in 2019 durchgängig der größte Risikofaktor. Abbildung 1 zeigt die aktuelle Risikoeinordnung.

Abbildung 1: Kapitalmarktumfeld: Einordnung der Risiken



Quelle: LBBW Asset Management

Die amerikanische Notenbank ist im Gegensatz zum Beginn der Auseinandersetzung im ersten Halbjahr 2018 im dovishen Modus. Nun rückt zusätzlich zu den Inflationszahlen auch die Entwicklung an den Kapitalmärkten (v.a. am Aktienmarkt) wieder in den Fokus. Offiziell wird die FED die Konjunkturzahlen genauer beobachten. Sollten die Handelsstreitigkeiten eskalieren, besteht die Gefahr, dass der US-Konjunkturzyklus früher als erwartet enden sollte (bisher 2020/2021).

Am 31. Mai wird die US-Kerninflation für April veröffentlicht. Dann wird sich zeigen, ob die zuletzt schwächeren Inflationszahlen vorübergehender Natur waren oder dauerhaft sein werden. Im Falle einer weiteren Verschlechterung und/oder einer Zuspitzung der Handelsmangelange ist in 2019 definitiv mit einer Zinssenkung zu rechnen. Die Wahrscheinlichkeit hierfür liegt gemäß den aktuellen Markterwartungen bei ca. 75%. Sollte im Handelsstreit weiter konstruktiv verhandelt werden, besteht die Chance auf einen positiven Ausgang. Dies wird allerdings mit zunehmender Dauer eine riskante Gratwanderung. Abbildung 2 zeigt den Verlauf des Handelskonflikts der USA mit China am Shanghai Composite-Aktienindex.

China hat unter der bisherigen Situation mehr gelitten als die USA und Europa. Die chinesische Wirtschaft schwächelt trotz jüngster Stabilisierung. Die Nachhaltigkeit weiterer Stimuli wird von der eigenen Regierung in Zweifel gezogen. Damit hat China ein starkes Interesse an einem Deal. Allerdings benötigen auch die USA ein Abkommen, denn die kritische US-Öffentlichkeit erwartet im Kontext des bevorstehenden Wahlkampfes Ergebnisse.

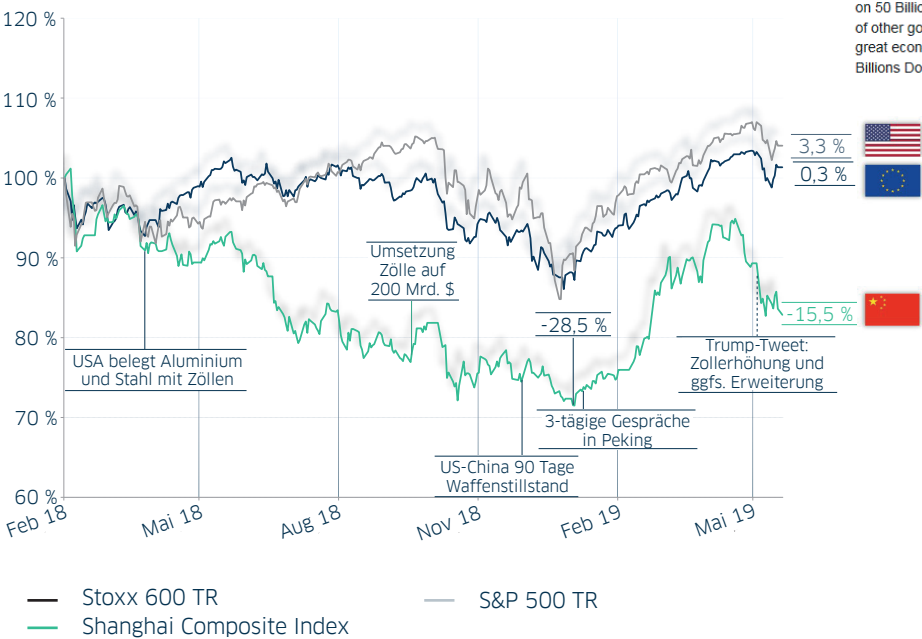
Wiederaufleben des Handelskonflikts

Notenbanken anders als in 2018 aufgestellt

Beide Seiten haben viel zu verlieren: China ist stärker betroffen

Die NAFTA-Verhandlungen haben gezeigt, dass Trump Kompromisse eingehen kann. Eine Vereinbarung zu Stahl- und Aluminiumzöllen mit Mexiko und Kanada steht kurz bevor. Die Situation zwischen den USA und China gestaltet sich jedoch komplexer. Die Auseinandersetzung ist mehr als nur ein Handels- und Zollkonflikt. Vielmehr steht die Frage der globalen geopolitischen und technologischen Vormachtstellung im Vordergrund. Daraus resultieren auch die gegenwärtigen Aktionen der US-Regierung in Bezug auf den chinesischen Technologiekonzern Huawei. Europa gewinnt infolgedessen etwas Zeit. Eine Entscheidung bezüglich möglicher Autozölle wurde um sechs Monate aufgeschoben. Es drohen allerdings weitere harte Verhandlungen. Je nach Verlauf der US-China-Handelsproblematik kann Präsident Trumps weitere Vorgehensweise Europa bedeutsam treffen.

Abbildung 2: Verlauf des US-China Handelskonflikts am chinesischen Aktienmarkt: Shanghai Composite. Amerikanischer und europäischer Aktienmarkt zum Vergleich (indexiert auf 100 % am 01.02.2018)



Quelle: Bloomberg, Twitter

Der Handelskonflikt hat im Jahr 2018 gezeigt, dass er das Sentiment stark negativ beeinflussen kann. Durchaus vorstellbar ist, dass sich die Stimmung am Kapitalmarkt soweit abkühlt, dass auch die Realwirtschaft negativ beeinflusst wird. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die Notenbanken und die Politik diese Problematik aktiv angehen. Vor dem G20-Gipfel in Osaka am 28./29. Juni ist ein Abkommen unwahrscheinlich. Aus unserer Sicht sollte allerdings eine Einigung im zweiten Halbjahr zustande kommen. Bis dorthin wird China seine Konjunkturprogramme fortführen. Die Märkte werden in dieser Phase der Unsicherheit Prämien für das Risiko eines „No-Deal-Szenarios“ einpreisen. Die Intensität der Korrektur hängt vom Zeitpunkt einer Einigung ab. Ein Abkommen gibt insbesondere China's Wirtschaft die Möglichkeit einer weiteren Festigung. Davon profitiert auch die globale Konjunktur. Der stützende Effekt der global expansiven Notenbankpolitik für Risiko-Assets besteht weiter. Diese manifestiert das Niedrigzinsniveau. Die Nachfrage nach Rendite (Risiko-Assets) bleibt signifikant erhöht. Das Szenario eines Handelskrieges ohne Abkommen sollte letztendlich zu einer globalen Rezession führen.

Riskante Gratwanderung, schnelle Einigung oder Handelskrieg

Asset Allocation

Alle Assetklassen konnten bis zum erneuten Ausbruch des Handelsstreits deutliche Wertzuwächse seit Jahresanfang verbuchen. Die Bewertungen der Risiko-Assets hatten durch die Rally an Attraktivität eingebüßt. Allerdings ist die Nachfrage nach Risiko-Investments notenbankgetrieben nach wie vor hoch. Bis auf US-Treasuries, Bundesanleihen, Öl und US-IG-Corporates, haben die meisten Kapitalanlagen nach der US-Eskalationsstufe von Anfang Mai an Wert verloren. Am stärksten litten die Aktienmärkte. Das Income-Portfolio (Gewichte siehe rechts) hat seit Jahresbeginn währungsgesichert 6,0% an Wert zugelegt. Dieser Wert liegt 0,6% unter dem Höchststand von Ende April. Es ist nach wie vor damit zu rechnen, dass 2019 insgesamt trotz Rückkehr des Handelskonflikts weniger volatil werden wird als 2018.

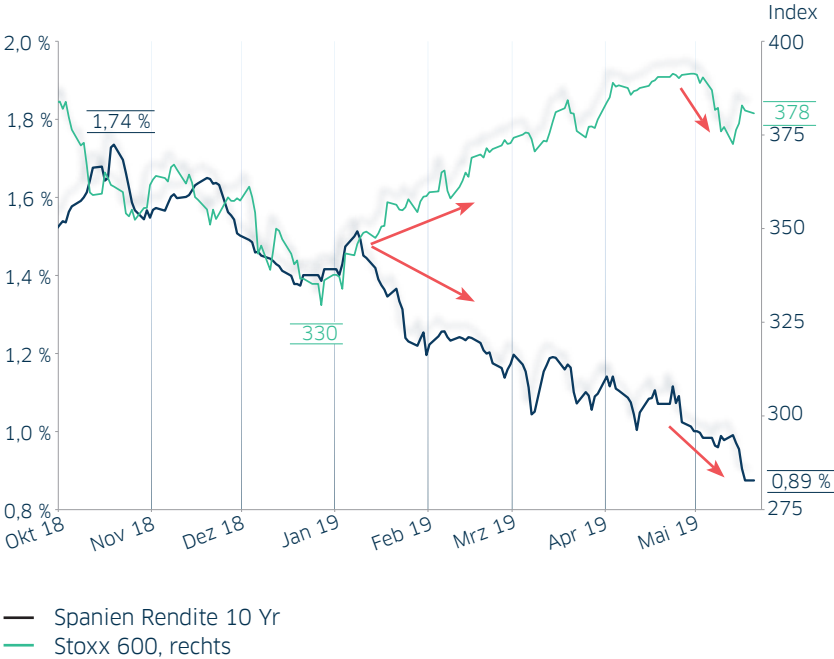
Euro-Staatsanleihen

Der Mix aus lethargischer Inflation, Notenbanken im Risikomanagement-Modus und der Furcht vor einem eskalierenden Handelskonflikt lässt aktuell wenig Spielraum für steigende Renditen. Kerneuropäische Staatsanleihen und auch die spanischen Pendanten waren während der Risiko-Asset-Baisse Ende 2018 der sichere Hafen. Darüber hinaus wurde auch deren Erholung in 2019 von sinkenden Renditen begleitet. Diese Situation führte zu Beginn des Jahres zu einer Abkopplung der Assetklassen (siehe Abbildung 3). Auch in der aktuellen Korrekturphase bleiben oben genannte Staatstitel gefragt. Das Untergewicht deutscher Staatsanleihen behalten wir bei. Das Chance/Risiko-Verhältnis bleibt aktuell unattraktiv. Im Falle eines zeitnahen Abkommens im Handelsstreit und sich stabilisierenden Makrodaten werden restriktive Maßnahmen der FED bis hin zu einer Leitzinserhöhung die Renditen in den nächsten Monaten ansteigen lassen. Die 10-jährige Bundrendite könnte dann in den Bereich von ca. +0,25% vordringen. Sollten allerdings die Inflationszahlen negativ überraschen und/oder 2019 kein Handelsdeal zustande kommen, ist eine Zinssenkung der FED sehr wahrscheinlich.

Income Portfolio	Anteil alt	Anteil neu
Corporates EUR-IG	22,5 %	22,5 %
Corporates US-HY	7,5 %	10,0 %
Corporates EUR-HY	32,5 %	35,0 %
EM-Anleihen (Hartwhg.)	30,0 %	25,0 %
Aktien Europa/USA	7,5 %	7,5 %

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

Abbildung 3: Rendite spanischer Staatsanleihen 10 Yr und europäischer Aktienmarkt (Stoxx 600)



Quelle: Bloomberg

Die relative Untergewichtung europäischer Staatsanleihen erwies sich in 2019 bisher als richtig (siehe Abbildung rechts). Diese behalten wir bei. Unter den großen Nationen Europas bleibt Italien weiterhin die Schwachstelle. Das Land ist hoch verschuldet und in beträchtlichem Maße vom Export abhängig. Somit ist es - wie Deutschland - stark vom Verlauf der chinesischen Konjunktur betroffen. Das zentrale Problem ist allerdings die Politik. Der unterschiedliche Umgang von Lega und der Fünf-Sterne-Bewegung mit den Defizit-Regeln der EU zeigte jüngst erneut wie weit die beiden Regierungsparteien voneinander entfernt sind. Es ist von Neuwahlen auszugehen. Im Falle eines außerordentlich guten Abschneidens der Lega besteht die Möglichkeit bereits nach den Europawahlen im Sommer, spätestens jedoch im Herbst, wenn die Budgetverhandlungen für 2020 anstehen. Die getätigten Wahlversprechen können in der gegenwärtigen Schuldensituation nicht erfüllt werden. Die Projektionen der Europäischen Kommission zur Finanzlage der Öffentlichen Hand könnten zu einem Vertragsverletzungsverfahren gegenüber Italien führen. Die 2-jährigen BTP-Bund-Spreads haben sich seit Anfang März 2019 verdoppelt (siehe Abbildung 4).

Abbildung 4: Spreads italienischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen (2 Yr)

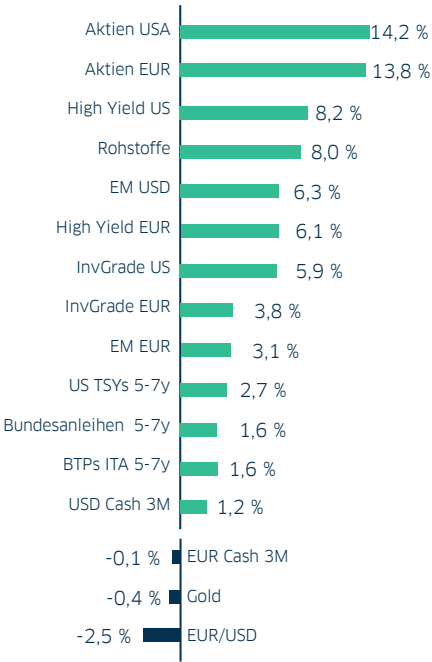


Quelle: Bloomberg

Unternehmensanleihen

Der Excess Return europäischer Investment Grade Corporates gegenüber Bundesanleihen lag zwischenzeitlich bei über drei Prozent (aktuell ca. 2,5%). Die Übergewichtung der Assetklasse hat sich weiter ausgezahlt. Die Risikoprämien sind in den letzten 2 Monaten gesunken. Neuinvestitionen bzw. Wiederanlagen sollten zukünftig selektiver gewählt werden. Dies wird dadurch erschwert, dass die Liquidität aktuell niedrig ist. Das Timing ist dabei ebenfalls sehr wichtig. Positiv ist zu vermerken, dass sich die Neuemissionsprämien wieder attraktiver darstellen (5-15 Basispunkte über Sekundärmarkt). Die hohe Nachfrage nach Rendite unterstützt die Assetklasse. Vor diesem Hintergrund behalten wir die Übergewichtung in Investment Grade Bonds bei.

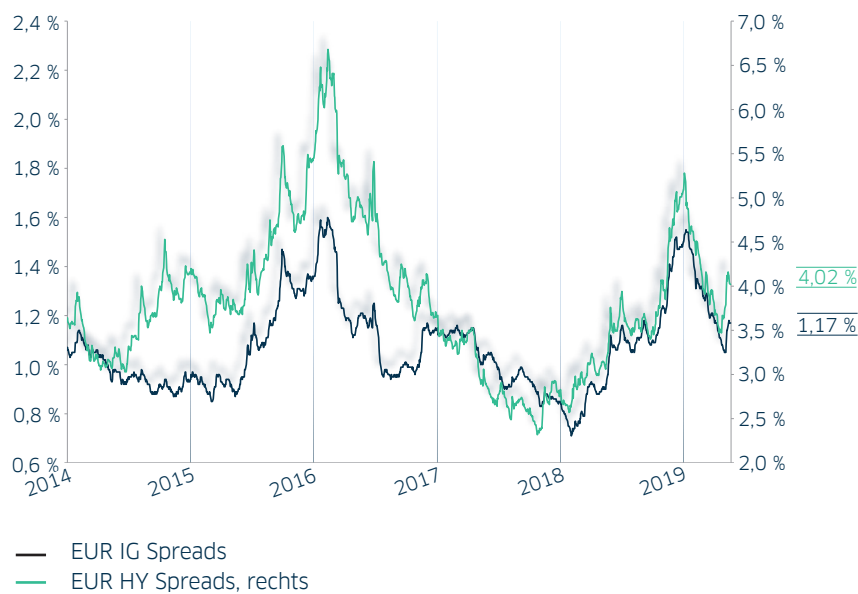
YtD-Performance 2019



Unternehmensanleihen moderat übergewichten

Die Performance europäischer und amerikanischer Hochzinsanleihen in 2019 ist beeindruckend (YtD 6,3%: zwei Drittel in EUR und ein Drittel in USD – währungsgesichert). Die Korrektur seit dem Tweet von Präsident Trump war jedoch ausgeprägter als bei den besseren Bonitäten. In der Folge notieren High Yield-Spreads wieder signifikant höher (siehe Abbildung 5). Dies bietet gemäß unserer Einschätzung eine gute Gelegenheit die Quote aufzustocken. Innerhalb des Segments sollten Wertpapiere mit BB-Rating bevorzugt werden.

Abbildung 5: Spreads europäischer IG und HY-Corporates (Non-Financials) gegenüber Staatsanleihen



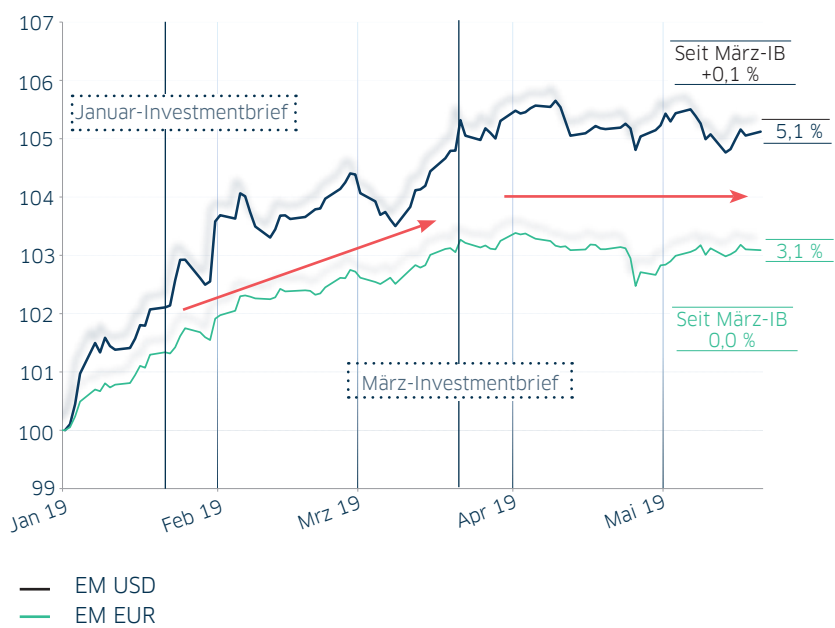
Quelle: Bloomberg

Emerging Markets-Anleihen

Die Performances von Schwellenländer-Staatsanleihen in Hartwährung haben zuletzt an positivem Momentum eingebüßt (siehe Abbildung 6). Der Handelskonflikt untergräbt das für Emerging Markets-Staaten stabile und positive Umfeld aus expansiven Notenbanken der Industrienationen und damit einhergehenden niedrigeren Renditen, vornehmlich der US-Treasuries. Da der Markt Risikoprämien für die Möglichkeit eines No-Deal-Szenarios einbetten und ein solches die Schwellenländer mit als erstes treffen wird, stufen wir die Assetklasse auf neutral herunter. Eine sehr breite Streuung der Anleiheinvestment ist aufgrund der idiosynkratischen Risiken weiter unerlässlich.

Positives Umfeld für Emerging Markets schwindet

Abbildung 6: Total Return Betrachtung indexiert auf 100 per 31.12.2018; Emerging Markets Anleihen in USD (währungsgesichert) und EUR



Quelle: Bloomberg

Fremdwährung (EUR/USD)

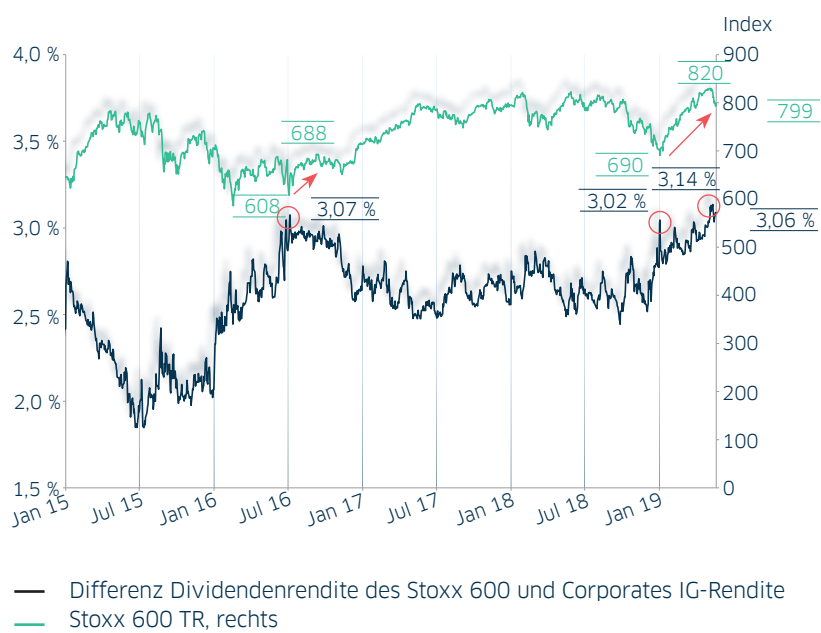
Der EUR/USD-Kurs pendelt unter geringen Schwankungen seit Ende März zwischen 1,11 und 1,14. Die kurzfristige implizite Volatilität notiert bei einem 2-Jahrestief. Auch wenn Europa und USA eine eigene Front in der Handelsproblematik haben, so eint beide der Wunsch nach einem gerechteren Markt und der Einhaltung von Handelsusancen seitens China. Europa profitiert von einem Erfolg der USA und wird im Falle eines Scheiterns negativ beeinträchtigt. Die Differenz der amerikanischen zur europäischen Konjunktur ist zum Großteil eingepreist. Die Notenbanken sind beide expansiv eingestellt. Es gibt keine Anzeichen einer massiven Veränderung innerhalb der nächsten beiden Monate. Die neutrale Positionierung in dem Währungspaar wird beibehalten.

Aktien

Die impliziten Aktienvolatilitäten sind leicht angestiegen. Dabei ist das Problem weniger die Intensität der täglichen Aktienmarktverluste als vielmehr die Kontinuität der negativen Performances über einen längeren Zeitraum. Die Verzögerung einer Einigung im Handelskonflikt lässt die Verluste sukzessive anwachsen. Dementgegen steht die Notwendigkeit vieler Investoren Rendite erwirtschaften zu müssen. Die Differenz aus Dividenden- und Bondrendite (Investment Grade) ist aufgrund der Notenbankpolitik auf einem Höchststand (siehe Abbildung 7).

Aktien bleiben auf neutral, Zukäufe in Schwäche

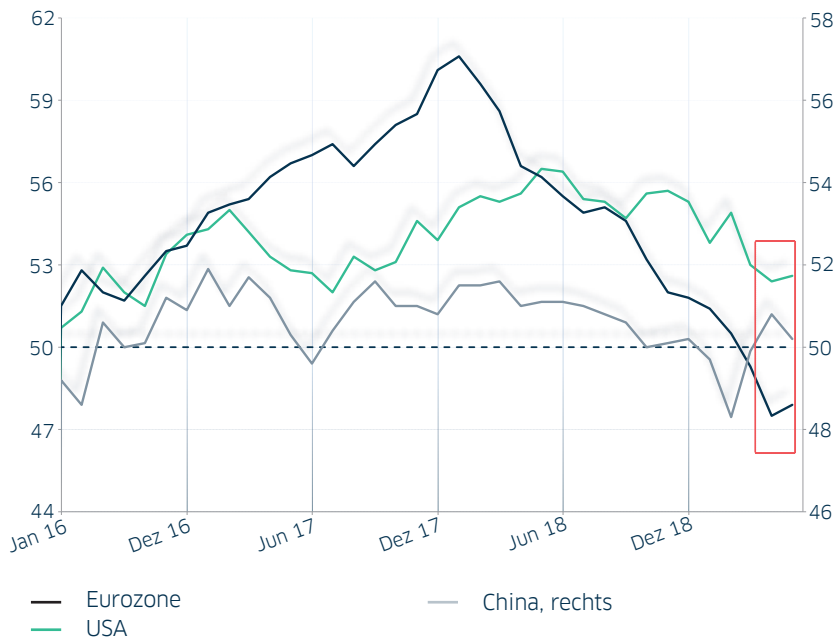
Abbildung 7: Differenz der Aktiendividendenrendite zur Corporates IG-Rendite und Aktienmarktperformance



Quelle: Bloomberg

Die Wirtschaft wird von einem robusten Arbeitsmarkt und positiven Verbraucherzahlen unterstützt. Die bisher noch schwächeren globalen Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe weisen erste Anzeichen einer Bodenbildung auf (siehe Abbildung 8). Insbesondere in der Eurozone sind diese im Verlauf des Jahres 2018 stark gefallen. Sollte es hier zu einer Stabilisierung kommen, dürften zyklische Aktien aus dem Euroraum ihre defensiven Pendanten outperformen. Die günstige Bewertung spricht zusätzlich für ein verstärktes Engagement in zyklischen Aktien, die zudem häufig eine attraktive Dividendenrendite aufweisen.

Abbildung 8: Einkaufsmanagerindizes (PMI) des verarbeitenden Gewerbes



Quelle: Bloomberg

Aufgrund der vorab skizzierten Gemengelage behalten wir die neutrale Aktienquote bei. Eine Konsolidierung der Kurse erscheint wahrscheinlich. Die schwächere Marktphase sollte sich allerdings nicht manifestieren und bietet daher Möglichkeiten für Zukäufe. Im Falle eines kurzfristigen Abkommens ist die Assetklasse bei unverändert positiven Fundamentaldaten überzugewichtet. Die Beimischung amerikanischer Titel wird beibehalten. Innerhalb des US-Aktienmarktes ist die starke Divergenz auffällig. Der Gesundheitssektor konnte im bisherigen Jahresverlauf kaum Gewinne verzeichnen. Im Gegenzug konnten die Technologie- und Kommunikationsaktien den S&P 500 deutlich outperformen.

Fazit

Die Wiederkehr des US-China-Handelskonflikts hat deutlich gezeigt, dass die Risiken für die globale Konjunktur und damit auch die Kapitalmärkte nie wirklich verschwunden waren. Eine gewisse Selbstgefälligkeit der Märkte lies die Unsicherheit lediglich in den Hintergrund treten und führte zu durchgängig sehr positiven Entwicklungen. Diese basierten auf expansiveren Notenbanken und attraktiven Bewertungen nach der schwachen Performance der Märkte zum Jahresende 2018. Es gibt nun drei mögliche Szenarien für die Handelsproblematik: eine kurzfristige Einigung, eine Beibehaltung der jetzt angehobenen Zölle mit einem Abkommen im zweiten Halbjahr 2019, sowie eine Eskalation zu einem Handelskrieg. Letzteres kann in eine globale Rezession führen und träfe die deutlich exportorientiertere Eurozone stärker als die USA, vor allem Deutschland. Allerdings wird es aus unserer Sicht zu einer Einigung kommen, was die Streitigkeiten jedoch nicht dauerhaft beilegen dürfte. Der Zeitraum bis zu einem Deal wird entscheidend für den weiteren Verlauf der Konjunktur und der Kapitalmärkte sein. Die Fundamentaldaten unterstützen Risiko-Assets im aktuellen Umfeld. Im Falle einer Einigung im zweiten Halbjahr 2019 ist es sinnvoll mit einer selektiven Übergewichtung in Risiko-Assets, an den sich ergebenden Chancen partizipieren zu können. Diese Partizipation ist vor dem Hintergrund des aktuell manifestierten Niedrigzinsniveaus dringend notwendig. Dabei ist eine breite Diversifikation entscheidend. Sollte es kurzfristig zu einer Einigung kommen, sind zeitnah Übergewichtungen in Risiko-Assets weiter zu erhöhen. Neben dem Handelskonflikt, den Notenbanken und den Frühindikatoren ist der hohe Verschuldungsgrad der "US-Corporates" ein weiterer Schlüsselindikator. Der FED-Vorsitzende Powell wies in seiner aktuellsten Rede unter anderem darauf hin, dass sich ein erneuter starker Anstieg der Verschuldung, bei zeitgleich weniger soliden Fundamentaldaten, zu einer Schwachstelle für die Kapitalmärkte entwickeln könnte.

Diversifikation, Selektion und Timing sind entscheidend



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
Ralph Holder
Thomas Wintermantel

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@
LBBW.de**

Redaktionsschluss:

21.05.2019