

**LB BW**

Bereit für Neues

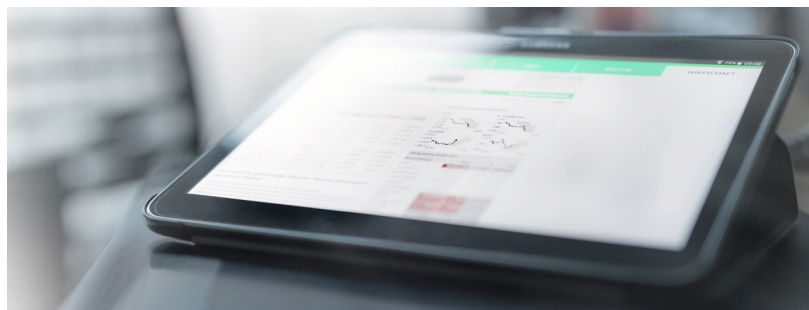
Investmentbrief

26. September 2019

Frank HagensteinVorsitzender der Geschäftsführung; CIO
LBBW Asset Management

Sehr geehrte Investoren,

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



Kapitalmarktumfeld

Das Spannungsverhältnis zwischen nachlassender Konjunktur und expansiven Notenbanken bleibt bestehen. Auf der einen Seite erhöht der Handelskonflikt das Rezessionsrisiko. Auf der anderen Seite erfüllen die beiden großen Notenbanken die hohen Markterwartungen an die Geldpolitik. Die EZB hat in ihrer September-Sitzung ein umfangreiches Maßnahmenpaket beschlossen. Philip Lane, Chefökonom der EZB, erwartet von diesem Bündel eine Inflationssteigerung um 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte. Während der Pressekonferenz hatte es den Anschein, als ob Draghi deutlich machen wollte, dass die Zentralbank mit ihrer Geldpolitik an ihre Grenzen stößt. Er sieht für weitere Stimuli die einzelnen Regierungen mit ihrer Fiskalpolitik in der Pflicht. Eine Zinsstaffelung zur Unterstützung der Kreditinstitute wurde als neues Instrument eingeführt. Die Ausgestaltung des Tierings wird das Anlageverhalten der Banken aus Risiko-/Renditegesichtspunkten beeinflussen. Mit der neuen Regelung verlagert sich ein Teil der Liquidität von der Einlagefazilität zu den Girokonten der Banken beim Eurosystem. Während sich die Geldmarktsätze nur leicht erhöhten, ist das Renditeniveau kurzfristiger Staatsanleihen signifikant angestiegen. Die Erwartungen an weltweit sinkende Leitzinsen bleiben nach den jüngsten Maßnahmen der Fed und EZB bestehen. Die PMI-Frühindikatoren für die europäische Konjunktur gaben diese Woche erneut deutlich nach und signalisieren eine rezessive Entwicklung.

Die amerikanische Notenbank Fed hat am 18. September die Zinsen um weitere 25 Basispunkte gesenkt. Begründet wurde der Zinsschritt durch erhöhte handelsbezogene und geopolitische Unsicherheiten. Des weiteren nannte Powell eine weitere Abschwächung des globalen Kon-



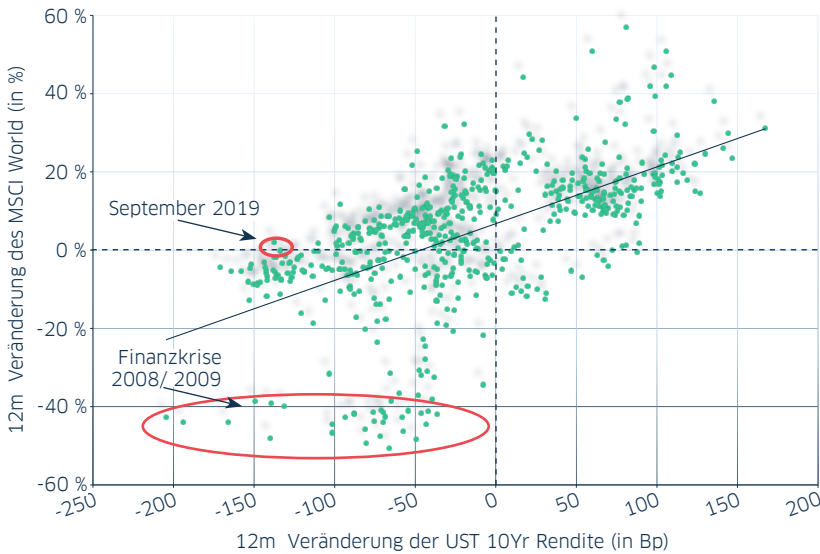
**Notenbanken
erfüllen die
Erwartungen**

junkturwachstums sowie eine niedrige Kerninflation als Argumente. Wichtiger als die Zinssenkung waren die Botschaften über die wirtschaftlichen Aussichten sowie der Dissens über das weitere Vorgehen innerhalb des FOMC. Die relativ positiven Prognosen hinsichtlich des BIP-Wachstums, der Arbeitslosigkeit und der Inflation wurden nicht geändert. Die Fed hat die Bereitschaft signalisiert, bei Bedarf weitere Senkungen vorzunehmen. Um eine expansivere Geldpolitik zu rechtfertigen, müssten sich die Prognosen beziehungsweise Fakten zur Arbeitslosigkeit und Inflation verschlechtern und sich eine Verschärfung der Finanzlage einstellen. Die amerikanische Konjunktur erweist sich weiterhin als robust.

Der US-Präsident bleibt seiner Strategie der Kurswechsel im Handelskonflikt treu. Zuletzt wirkten die Aussicht auf eine Weiterführung der Gespräche sowie ein Entgegenkommen der Parteien deeskalierend. Dies trägt positiv zur aktuellen Marktstimmung bei. Die größere Nachgiebigkeit Chinas könnte auch als Schwäche ausgelegt werden. Vor dem Hintergrund stabiler Kapitalmärkte, besteht das Risiko einer erneuten Eskalation durch den US-Präsidenten. Die Unsicherheit darüber, ob die Parteien in der Lage sind einen substanziellen Deal zu erzielen, besteht fort. Historisch betrachtet ist eine Rezession im letzten Amtsjahr eines US-Präsidenten sehr selten, da der Wiederwahl die höchste Priorität im politischen Handeln eingeräumt wird. Die Nachhaltigkeit eines möglichen Abkommens ist im Hinblick auf den eigentlichen Anlass (Technologie-Wettstreit) schwer einzustufen.

Die rollierenden Jahresperformances globaler Aktien sind vergleichsweise hoch, bei zeitgleich stark gefallenen US-Treasury-Renditen (siehe Abbildung 1). Die Renditen bewegen sich relativ parallel zu den PMIs des schwachen verarbeitenden Gewerbes (siehe Abbildung 2), während das Verbrauchervertrauen dem Aktienverlauf folgt. Die geringe Arbeitslosigkeit resultiert in einem hohen Verbrauchervertrauen. Entscheidend wird sein, ob der Frühindikator der Industrie ansteigt bevor der Aktienmarkt fällt.

Abbildung 1: Die Grafik zeigt die rollierenden Jahresrenditen des MSCI World in USD auf wöchentlicher Basis, abgetragen gegen die jährliche Veränderung der 10-jährigen Treasury-Rendite.



Quelle: Bloomberg, Morgan Stanley



Sprunghaftigkeit im Handelskonflikt



Bonds vs. Aktien

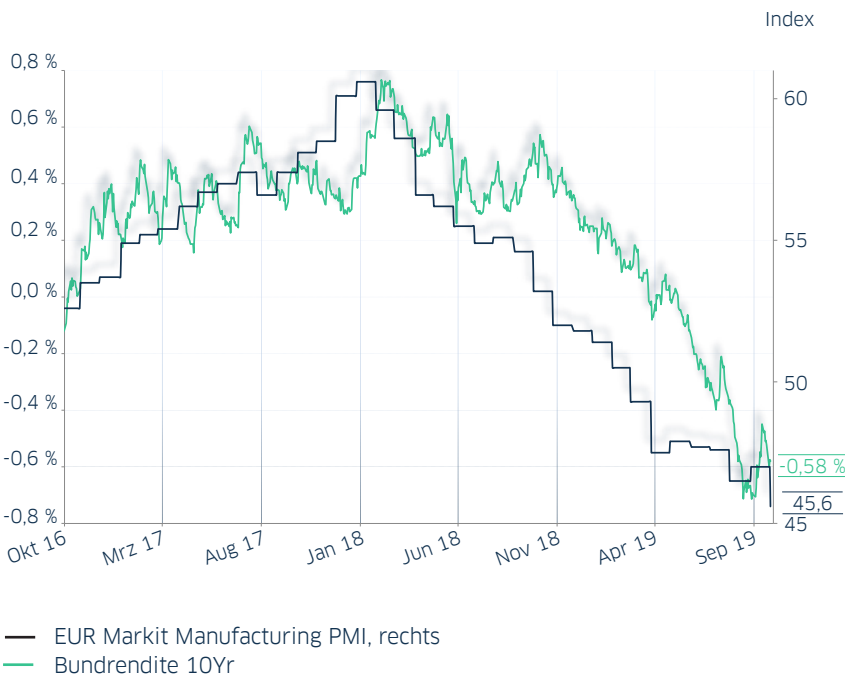
Asset Allocation

Die meisten Assetklassen weisen in 2019 nach wie vor historisch hohe Wertentwicklungen auf. In Folge erneuter Eskalationen im Handelskonflikt verloren Risiko-Assets im August kurzfristig an Wert. Die USA und China befinden sich momentan wieder im Verhandlungsmodus. Die Notenbanken kennen die Risiken und werden auch künftig expansiv unterstützen. Fiskalpolitische Maßnahmen könnten bei Bedarf an das umfangreiche EZB-Paket anknüpfen. Der weitere Handlungsspielraum der Zentralbank hat sich deutlich reduziert. Gegenwärtig kursieren in Deutschland erste Forderungen nach Steuerermäßigungen für Unternehmen.

Euro-Staatsanleihen

Der Zinsmarkt signalisiert eine anhaltende Verlangsamung der Konjunktur (siehe Abbildung 2). Darüber hinaus erreichen die Inflationskennzahlen das von den Notenbanken angestrebte Niveau nicht. Unter aktuellem Chance/Risiko-Verhältnis bleiben Staatsanleihen mit negativer Rendite unattraktiv. Um eine positive Rendite zu generieren, muss nach wie vor in längere Laufzeiten beziehungsweise in geringere Bonitäten investiert werden (siehe Abbildung 3). Die Untergewichtung europäischer Staatsanleihen bleibt bestehen. Die Übergewichtung der Peripheriestaaten innerhalb der Assetklasse hat sich ausgezahlt: Die Spreads italienischer, portugiesischer und spanischer Staatsanleihen haben sich sukzessive eingeeignet.

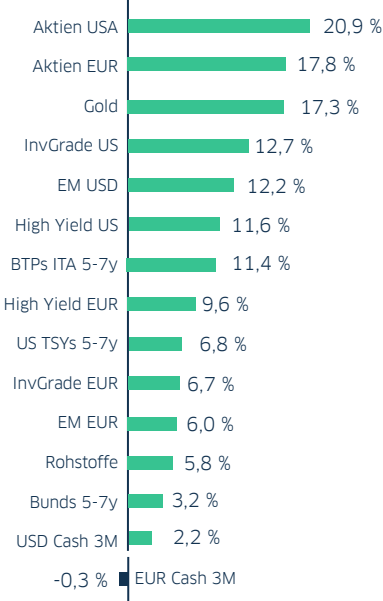
Abbildung 2: Bundrendite 10Yr und der PMI-Frühindikator für das verarbeitende Gewerbe in der Eurozone



Quelle: Bloomberg

Der längerfristige Fortbestand der akkomodativen Geldpolitik der EZB verringerte die Spreads der Peripheriestaaten über Bunds. Allerdings dürfte bereits ein großer Teil der expansiven Maßnahmen eingepreist sein.

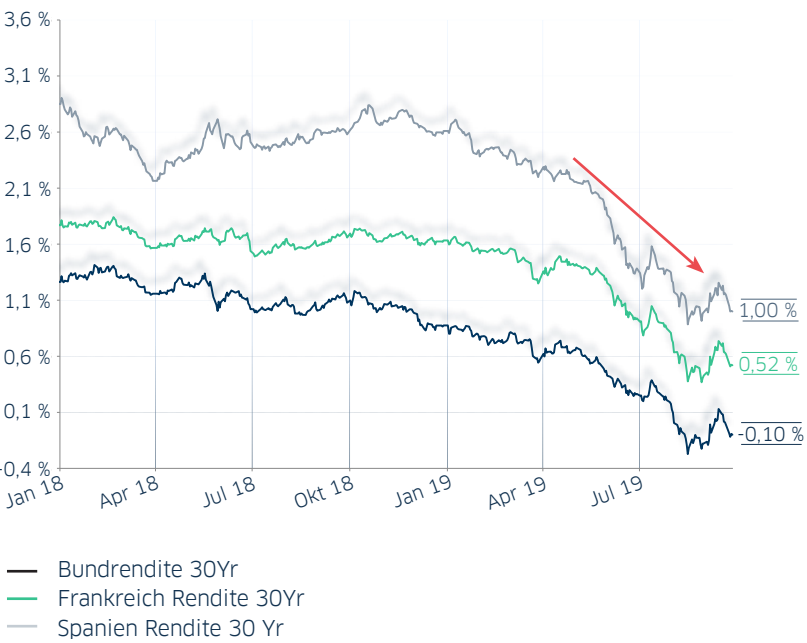
YtD-Performances



Quelle: Bloomberg

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

Abbildung 3: Renditen deutscher, französischer und spanischer Staatsanleihen mit 30-jähriger Laufzeit



Quelle: Bloomberg

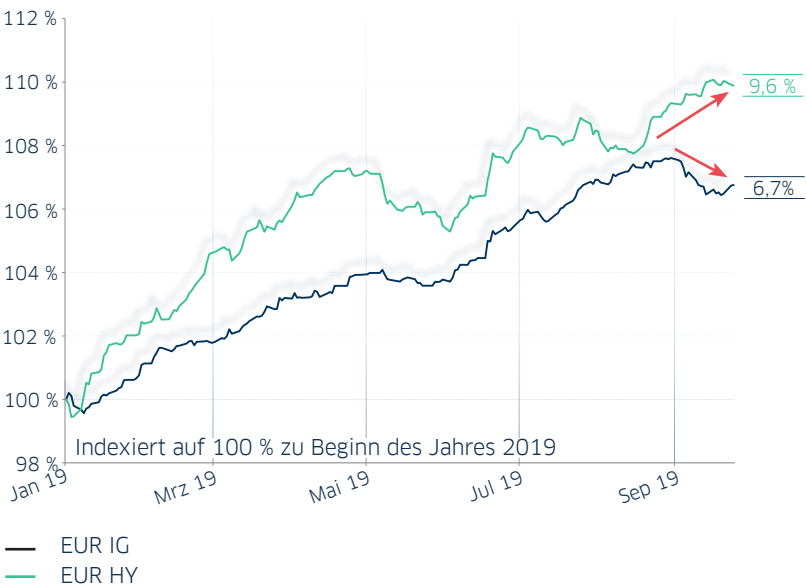
Unternehmensanleihen

Das Spreadniveau der **Investment Grade Corporates** hat sich durch das erneute Wertpapierkaufprogramm stabilisiert. Es ist davon auszugehen, dass die EZB monatlich Unternehmensanleihen im Volumen von circa fünf Milliarden Euro ankaufen wird (je nach Liquidität). Die momentanen Spreadlevels befinden sich auf dem durchschnittlichem Niveau der vergangenen fünf Jahre. Zudem ist das allgemeine Zinsniveau von seinem Rekordtief Anfang September angestiegen. Insbesondere die Renditen von BBB-Anleihen rentieren damit eher wieder auf interessanten Niveaus (circa 0,70%). Die hohe Nachfrage nach Rendite besteht fort. Bei Unternehmensanleihen mit guten Bonitäten werden BBB-Ratings auf Übergewichten eingestuft.



Unternehmensanleihen profitieren von QE 2

Abbildung 4: YtD-Performances europäischer IG und HY-Corporates



Quelle: Bloomberg

Hochzinsanleihen konnten die Phase des eskalierenden Handelskonfliktes mit steigenden Credit-Spreads durch das rückläufige Zinsniveau solide kompensieren und profitierten zuletzt von der jüngsten Markterholung (siehe Abbildung 4). High Yields haben als Renditebringer im bestehenden Negativzinsumfeld vor dem Hintergrund der geringen Ausfallwahrscheinlichkeiten weiterhin eine tragende Rolle. Die Übergewichtung hat sich weiter ausgezahlt und wird moderat reduziert. Ein hoher Diversifikationsgrad ist elementar.

Das EZB-Kaufprogramm sollte die gesamte Assetklasse Corporates nachhaltig unterstützen. Dennoch bleibt die hohe Verschuldung der US-Corporates ein Risikofaktor, der 2020 stärker in den Fokus rücken kann.

Emerging Markets-Anleihen

Das Umfeld für Staatsanleihen von Schwellenländern in Hartwährung (EUR bzw. USD) zeigte innerhalb der letzten beiden Monate wenig Veränderung. Die Performance hat sich im Vergleich zur Vorperiode verlangsamt. Der vergleichsweise attraktiven Rendite der Assetklasse steht die rückläufige globale Konjunktur gegenüber. Die neutrale Positionierung mit hoher Granularität wird weitestgehend beibehalten. Aufgrund der positiven Jahresperformance und einer möglichen Zuspitzung der geopolitischen Situation (speziell im Nahen Osten) wird die Quote im Income Portfolio reduziert.

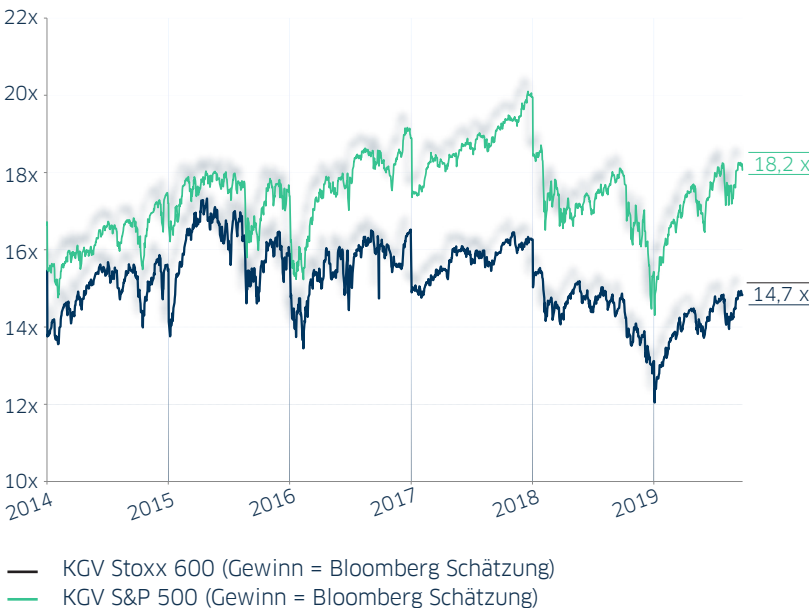
Aktien

Die Aktienmärkte dienen seit Mai 2018 als Stressbarometer des Handelskonflikts. Die wiederholten Wertaufholungen liegen in der Sprunghaftigkeit der US-Regierung und der expansiven Geldpolitik begründet. Solange dieses Umfeld erhalten bleibt, bietet die Assetklasse das größte Potenzial. Vorausschauend müssen die Gewinnerwartungen der Unternehmen für das Jahr 2020 genau beobachtet werden. Es besteht das Risiko, dass sich der Abwärtstrend aus 2019 fortsetzt. Die KGVs des europäischen und amerikanischen Aktienmarktes befinden sich seit 2014 auf einem durchschnittlichen Niveau, so dass sinkende Gewinne auf keinen überbewerteten Aktienmarkt treffen (siehe Abbildung 5). Die neutrale Positionierung wird beibehalten. Ziel ist es, an der positiven Marktentwicklung adäquat zu partizipieren. Der Fokus bleibt auf europäischen Dividenden- und Qualitätsaktien („Quality Growth“). Selektiv werden US-Sektoren beigemischt. Der Fokus liegt auf US-Unternehmen, die auf webbasierte Dienstleistungen setzen (z.B. Technologie).

 **Emerging Markets Anleihen Exposure moderat verringern**

 **Aktienmärkte trotz rückläufiger Konjunktur noch mit Potenzial**

Abbildung 5: Kurs/Gewinn-Verhältnisse des Stoxx 600 und des S&P 500



Quelle: Bloomberg

Fazit

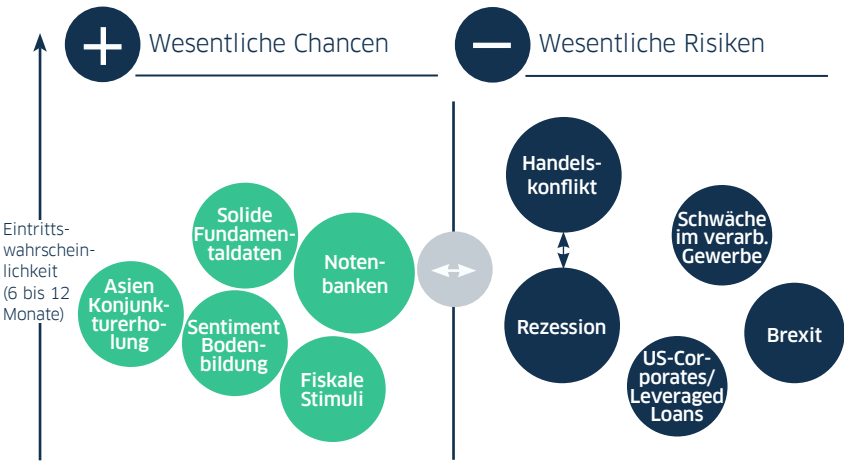
Die mittelfristige Marktentwicklung wird weiterhin entscheidend durch die Entwicklung im Handelskonflikt zwischen den USA und China sowie der konjunkturunterstützenden Geldpolitik der Notenbanken geprägt (siehe Abbildung 6). Die Anfälligkeit gegenüber geopolitischen Schocks ist gestiegen. Da Konjunkturzyklen meist aufgrund exogener Schocks enden, hat daher auch das Rezessionsrisiko zugenommen. Die Forward Guidance der EZB büßt an Wirksamkeit ein. Eine zeitnahe fiskalpolitische Unterstützung erscheint fraglich. Dennoch ist zu erwarten, dass die Geldpolitik die Wertentwicklung der Risiko-Assets in 2019 mit reduzierter Stärke vorantreibt. Insbesondere Unternehmensanleihen sollten im erwarteten Szenario profitieren. Den vorhandenen Risiken wird mittels einer neutralen Positionierung in Emerging Markets-Anleihen und Aktien, sowie einer Erhöhung der Cashquote, Rechnung getragen. Das Income-Portfolio (Gewichte siehe rechts) hat seit Jahresbeginn währungsgesichert 9,3% an Wert gewonnen.



Markttreiber:
Rezessionsgefahr
vs. Notenbanken

Income Portfolio	Anteil neu	Delta
Corporates EUR-IG	20,0 %	+5,0 %
Corporates US-HY	12,5 %	-
Corporates EUR-HY	30,0 %	-5,0 %
EM-Anleihen (Hartwhg.)	20,0 %	-5,0 %
Aktien Europa/USA	7,5 %	-
Cash	10,0 %	+5,0 %

Abbildung 6: Wesentliche Markttreiber (auf sechs bis zwölf Monate)



Quelle: LBBW Asset Management

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:
25.09.2019