

Investmentbrief

19. September 2018

Frank Hagenstein
Vorsitzender der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

Sehr geehrte Investoren,

die Unsicherheit vor der aktuellen Eskalationsstufe im Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China führte vor allem an den europäischen Aktienmärkten zu Kursrücksetzern. Unternehmensanleihen und Bonds der Emerging Markets (EM)-Staaten in Hartwährung verhielten sich dagegen im selben Zeitraum vergleichsweise stabil.

Ein Grund für die heterogenen Verläufe der Risiko-Assets könnten die neuesten Ereignisse in Italien sein. Anfang September sicherte Innenminister Salvini (Lega Nord) beim fiskalischen Haushaltsplan für 2019 die Einhaltung der EU-Regeln zu. Daraufhin reagierten die Märkte mit Spreadeinstellungen. Es ist jedoch noch unklar, inwieweit auch die 5-Sterne-Bewegung diese Äußerung mittragen kann, ohne ihre Wähler zu enttäuschen.



Die zunehmenden Risiken haben uns veranlasst, einen Überblick und eine Einordnung vorzunehmen. Während die US-Inflationssorgen und die Notenbankpolitik im Allgemeinen in den Hintergrund getreten sind, belasten hauptsächlich die Streitigkeiten um Handelszölle und ein möglicher Spill-Over der Türkei und Argentinien auf andere Emerging Markets-Länder. Nach unserer aktuellen Einschätzung zu diesen Risiken erwarten wir zunächst keine starken Auswirkungen auf die weltweiten Makrodaten.

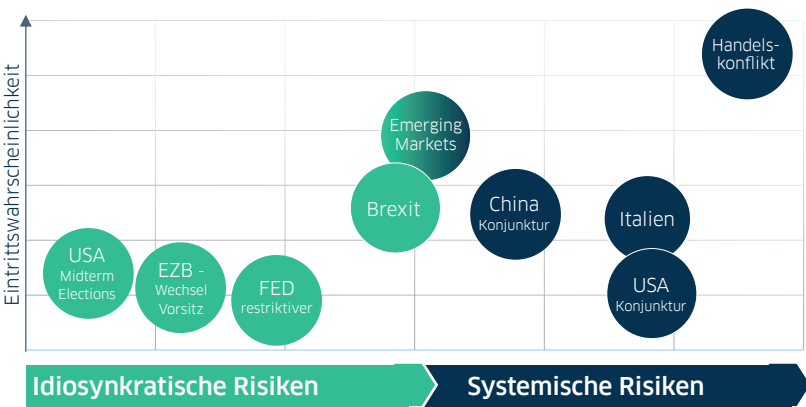


Ihr
Frank Hagenstein

Kapitalmarktumfeld

Die Notenbanken verfolgen weiterhin ihre restriktive Geldpolitik und das im Umfeld ereignisreicher Geschehnisse. Um eine Einordnung der aktuellen Risiken vorzunehmen, haben wir diese in zwei Gruppen unterteilt (siehe Abbildung 1). Das Eintreten systemischer Risiken führt zu einem starken Abverkauf von Risiko-Assets und hat schlechtere Makrodaten (global beziehungsweise auf einen großen Wirtschaftsraum) zur Folge. Idiosynkratische (spezifische) Risiken können aufgrund ihrer Dimension lediglich am Ort ihres Ursprunges zu nachhaltigen Verwerfungen führen.

Abbildung 1: Aktuelle Risikoeinordnung



Quelle: LBBW Asset Management; nicht abschließend

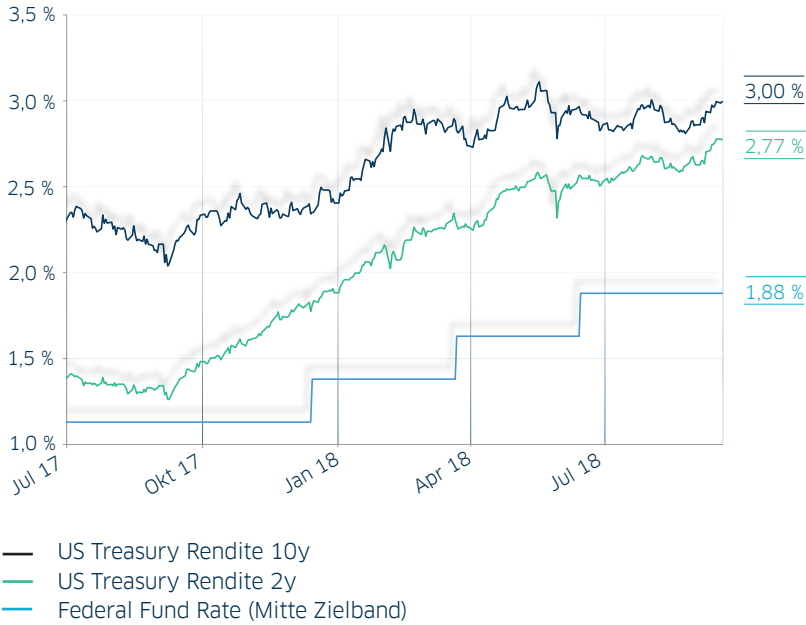
Größten Einfluss auf die Märkte hat der Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China. Nachdem die USA diese Woche weitere Importzölle auf chinesische Waren im Wert von 200 Mrd. USD verhängt haben, wird eine weitere Eskalation die Abschwächung des chinesischen Konjunkturwachstums verstärken. Für die anstehenden US-Zwischenwahlen (Midterm Elections) am 6. November benötigen die Republikaner nach den jüngsten Umfragen vorzeigbare Erfolge. Das bestärkt uns in der Annahme, dass Trump kurz vor den Wahlen die Handelsstreitigkeiten beilegen und sich medial mit Teilerfolgen rühmen wird. Eine Rückabwicklung der eingeführten Zölle stabilisiert dann auch die Konjunktur in China. Nachdem die USA den mäßigen Vorschlag der EU einer gegenseitigen Aufhebung der Zölle auf Autos zurückgewiesen haben, ist hier mit einer kurzen Wiederbelebung der Thematik zu rechnen. Die bisherigen Gespräche mit den USA lassen auf ein schnelles und einvernehmliches Ergebnis schließen.

Eine abrupte Abschwächung der amerikanischen Wirtschaft, wie sie eine weitere Eskalation des Handelskonfliktes hervorrufen könnte, stellt ebenfalls ein systemisches Risiko dar. Die amerikanische Konjunktur ist im vergangenen Quartal 4,2% gewachsen. Der Handelskonflikt wirkt sich bislang nicht negativ auf die Konjunktur aus. Dies zeigt sich auch im S&P 500, der eine Jahresperformance von circa 8% aufweist. Wir erwarten bis Anfang 2019 keine signifikante Abschwächung des prognostizierten Wachstums. Die Rezessionsangst, basierend auf einer sich verflachenden Zinsstrukturkurve, erscheint daher unbegründet. Das kurze Ende wird von der FED dominiert und bedarf weiterer Leitzinserhöhungen, bis zu einer inversen Zinsstrukturkurve (siehe Abbildung 2).

Neue Eskalationsstufe im Handelskonflikt

US-Wirtschaft bleibt stark

Abbildung 2: Renditen der USA (2 und 10 Jahre) sowie Leitzins



Quelle: Bloomberg

Die Äußerungen der italienischen Regierung zu ihrem Fiskalplan für 2019 belasteten die europäischen Märkte. Das Spannungsfeld zwischen der Umsetzung der Koalitionsvereinbarungen und der Kreditwürdigkeit des Staates Italien stellt eine große Herausforderung dar. Die direkte Umsetzung aller Wahlversprechen würde eine Neuverschuldung von circa 6% des Bruttoinlandsprodukts bedeuten. Die jüngsten Spreadausweitungen bei italienischen Staatsanleihen bewegten Innenminister Salvini (LegaNord) zu positiven Aussagen über die EU-Konformität des Haushaltsplanes. Offen ist derzeit noch, wie sich Wirtschafts- und Arbeitsminister Di Maio der Partei MS5 positioniert, der durch eine pro-europäische Entscheidung die meisten Wählerstimmen verliert. Nach harten Verhandlungen mit der EU wird letztendlich ein Kompromiss-Haushalt gefunden. Wahlversprechen die keine Berücksichtigung finden, werden auf eine Zeitachse gelegt. Es besteht jedoch die Gefahr, dass das Links-Rechts-Bündnis die Legislaturperiode nicht überdauert und Neuwahlen anstehen. Aufgrund der Bedeutung Italiens für Europa, birgt eine instabile Regierung weiterhin Risikopotenzial für die Kapitalmärkte.

Insbesondere die Währungen von Argentinien und der Türkei haben seit Jahresanfang deutlich an Wert verloren. Danach kam es zu einem Abverkauf aller Assetklassen in den Emerging Markets. Verlorenes Vertrauen in die politischen Instanzen und der starke US-Dollar verursachten das Problem dieser Zwillingsdefizit-Länder (Handels- und Leistungsbilanzdefizit). Die Volkswirtschaften der meisten Schwellenländer haben ihre Schulden mehrheitlich im Inland finanziert und sind inzwischen fiskalisch deutlich besser aufgestellt. Daher ist dieses Risiko aus heutiger Sicht eher als idiosynkratisch einzustufen. Emerging Markets-Staaten steuerten 2017 vierzig Prozent zum globalen Wachstum bei. Der Wachstumsüberschuss gegenüber den Industrienationen lag damit in 2017 bei circa 2,5%. Für die kommenden zwei Jahre wird dieser nahezu unverändert positiv erwartet.

In Europa im Fokus: Italien

Türkei-Problematik belastete die Emerging Markets

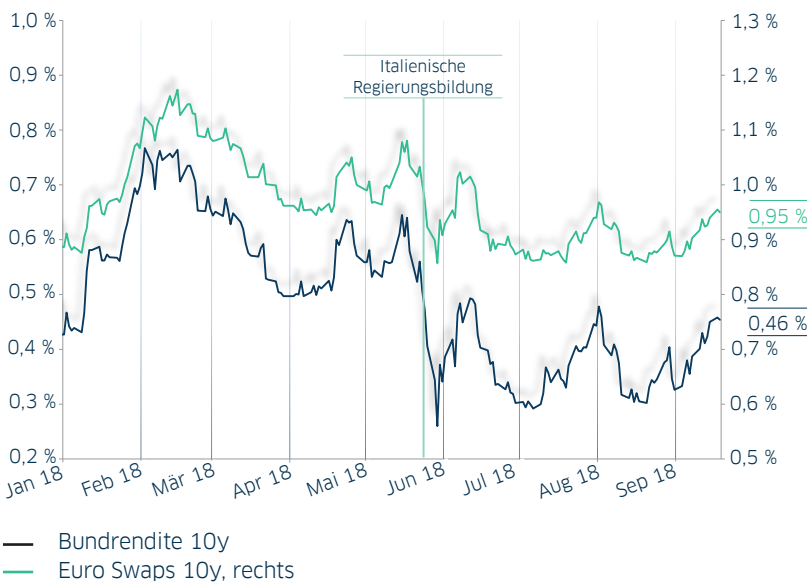
Asset Allocation

Das Renditeniveau europäischer Kernländer ist trotz des herausfordernden Marktumfelds zuletzt angestiegen (siehe Abbildung 3). Risiko-Assetklassen haben dies unterschiedlich begleitet. Das währungsgesicherte Income Portfolio (siehe rechts) weist seit der letzten Publikation eine neutrale Performance auf. Der größte Portfolioanteil bestehend aus europäischen und amerikanischen High Yield-Bonds hat mit 0,7% (währungsgesichert) eine positive Performance erzielt. Die seit Juli schwachen europäischen Aktien und Emerging Markets-Anleihen lieferten einen negativen Beitrag. Eine Investition in breit diversifizierte Income-Assets wird die Ertragsproblematik im Niedrigzinsumfeld weiterhin am besten lösen können.

Euro-Staatsanleihen

Die Kurse europäischer Staatsanleihen der Kernzone boten in den jüngsten Marktphasen einzelne Möglichkeiten zur Durationsverkürzung. Seit September steigen die Renditen wieder deutlich an (siehe Abbildung 3). Aufgrund des starken Momentums der 10-jährigen Bundrendite setzen wir eine neue Zielmarke um die 0,65%. Daher bleiben wir bei unserer Untergewichtung der Assetklasse Staatsanleihen.

Abbildung 3: Bund- und Euro-Swap-Renditen (10 Yr)



Quelle: Bloomberg

Die Jahresperformance der 10-jährigen italienischen Staatsanleihen stellt sich deutlich negativ dar (-4,6%). Der 10-jährige BTP/Bund-Spread erreichte Ende August zwischenzeitlich seinen Jahreshöchststand. Die Entwicklung der italienischen Staatsanleihen erwies sich nach Salvini Aussage über einen EU-konformen Staatshaushalt als sehr positiv. Zuletzt wird der Fiskalplan für das Jahr 2019 moderate Mehrkosten aufweisen. Im Nachgang dazu wird die Instabilität der italienischen Regierung die Marktschwankungen auf erhöhten Levels halten. Der BTP/Bund-Spread wird voraussichtlich weiter zwischen 200 und 320 Basispunkte handeln. Daher bleiben wir bei einer Untergewichtung der Peripherie-Bonds.

Income Portfolio 2018	Anteil
Corporates US-HY	20 %
Corporates EUR-HY	40 %
EM-Anleihen (Hartwhg.)	30 %
Aktien Europa	10 %

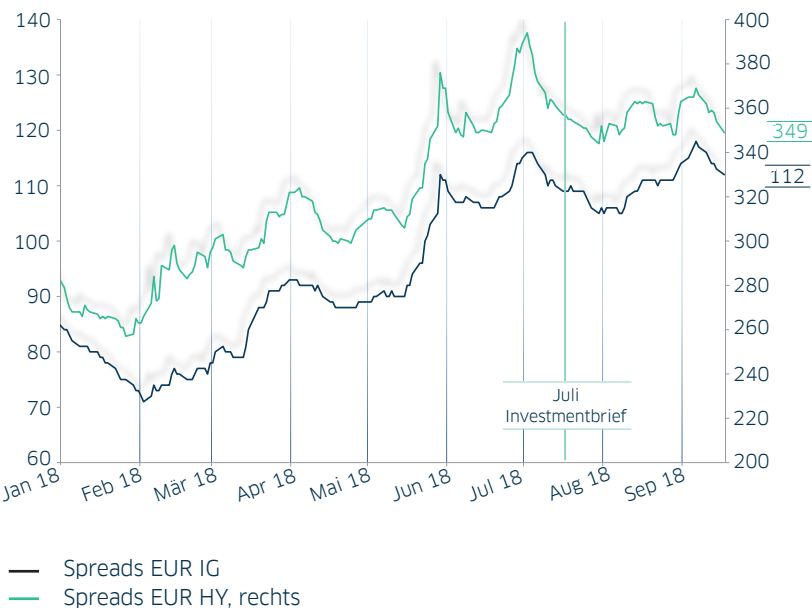
Asset Allocation	
High Yield	↗
EM-Anleihen	↗
Aktien	↗
Investment Grade	→
FX (EUR/USD)	→
Staatsanleihen	↘

Unternehmensanleihen

Die Spreads von Unternehmensanleihen notieren auf dem Niveau wie im Juli 2018 (siehe Abbildung 4). High Yield-Titel legten in der Gewichtung unseres Income-Portfolios währungsgesichert 0,7% zu. Hier profitiert der Investor von dem Ertrags-Charakter der Hochzinsanleihen. Innerhalb der Assetklasse Corporates behalten wir unsere Übergewichtung breit diversifizierter High Yield-Bonds bei und belassen Investment Grade-Titel auf neutral gewichtet.

High Yield-Corporates zeigen ihren Income-Charakter

Abbildung 4: Spreads zu Staatsanleihen von europäischen Corporates Investment Grade und High Yield (Non-Financial) in Basispunkten



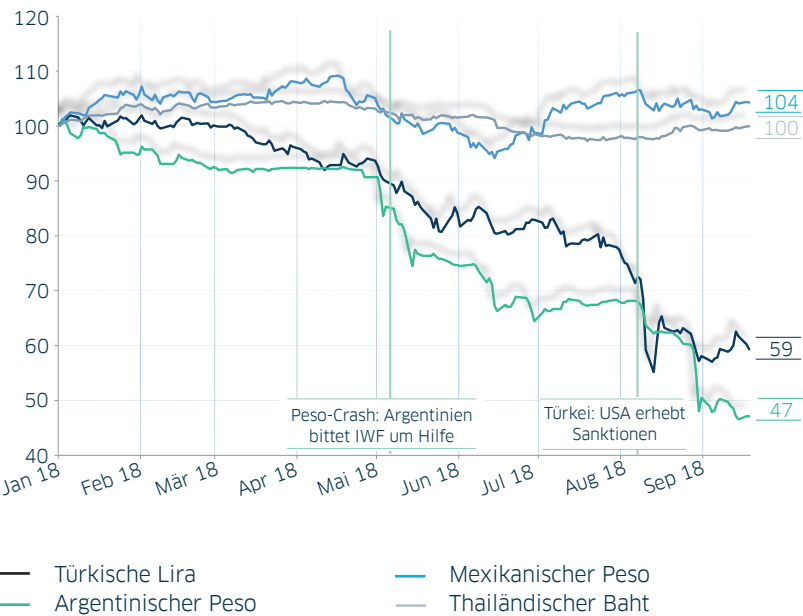
Quelle: Bloomberg

Emerging Markets Anleihen

Seit Jahresanfang hat die Währung der Türkei gegenüber den Hartwährungen stark an Wert verloren (siehe Abbildung 5). Verteuerte Importgüter ließen die Inflation auf über 18% ansteigen und deckten die Probleme des jahrelangen Wachstums auf. Die Ansteckungsgefahr sollte sich aber auf andere Emerging Markets-Staaten mit Zwillingsdefizit beschränken. Viele EM-Länder sind mittlerweile besser aufgestellt als noch vor Jahren und weisen Leistungsbilanzüberschüsse aus. Finanzierungen über flüchtige Direktinvestitionen sind in diesen Ländern rückläufig. Breit diversifizierte Investitionen in EM-Staaten ohne Zwillingsdefizit belassen wir auf Übergewichten.

Starker USD stellt EM-Anleihen vor Herausforderungen

Abbildung 5: 4 EM-Währungen in USD: Total Return-Betrachtung YTD, indiziert auf 100 per Jahresbeginn



Quelle: Bloomberg

Fremdwährungsraum

Der EUR/USD blieb, mit einer kurzen Ausnahme während der Türkei-Problematik, in der Range von 1,15 bis 1,20 und steht aktuell bei 1,17. Die weiterhin restriktive Geldpolitik der FED und die starke US-Wirtschaft sprechen nach wie vor für den Greenback. Ein Europa, das sich in einer früheren konjunkturellen Phase des Zyklus befindet, steht dem mit einem konstanten Wirtschaftswachstum entgegen. Für die nächsten 2 Monate sollte die Range 1,15 bis 1,20 EUR/USD weiter Bestand haben.

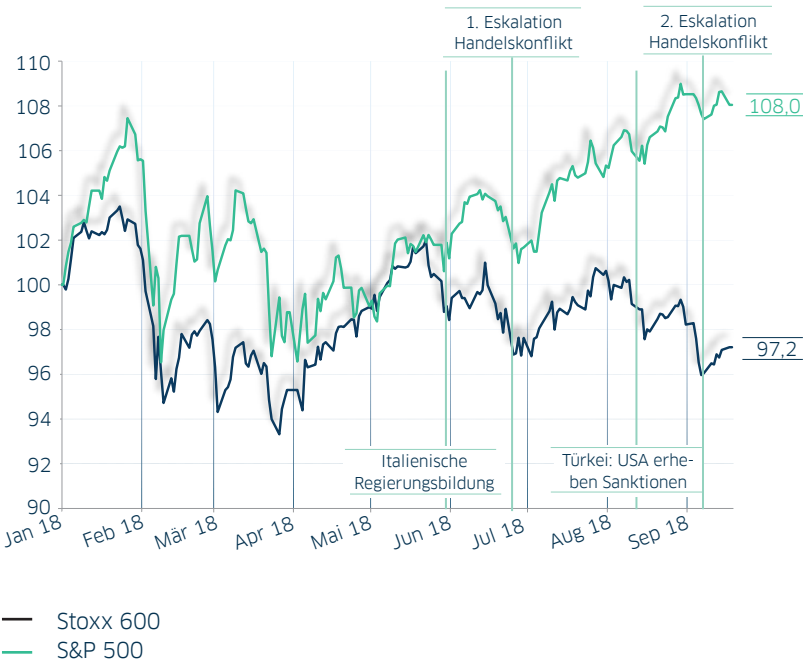
Aktien

Rückläufige europäische Frühindikatoren, die italienische Regierungsbildung sowie der Handelskonflikt lasteten bereits ab Frühsommer auf dem europäischen Aktienmarkt. Letzterer führte jüngst erneut zu Kursverlusten, als die Konsultation der Strafzölle auf Waren im Wert von 200 Mrd. USD ablief. Es ist davon auszugehen, dass sich der Einfluss des Handelskonfliktes über die nächsten Wochen abschwächen wird. Auch die Verunsicherung der Marktteilnehmer (gemessen an der impliziten Volatilität) ist beim letzten Kursrückgang nicht annähernd so stark wie während der Phase der italienischen Regierungsbildung, obwohl es zu vergleichbaren Kursverlusten gekommen ist. Amerikanische wie auch europäische Wirtschaftsindikatoren stehen mehrheitlich auf Wachstum. Wir erwarten in Europa daher höhere Aktienlevels am Jahresende und stuften Aktien wieder auf >>Übergewichten<< ein. Der amerikanische Aktienmarkt zeigte sich von allen Risiken unbeeindruckt und profitiert insbesondere seit der Jahresmitte von Steuervergünstigungen und historisch hohen Aktienrückkäufen. Dies führt momentan zur höchsten Performance-Differenz des Jahres bezüglich den USA und Europa (siehe Abbildung 6).

Euro behauptet sich gegenüber dem USD

Höhere Aktienlevels am Jahresende erwartet

Abbildung 6: Total Return Betrachtung YTD des Europäischen und des Amerikanischen Aktienmarkts (Stoxx 600 und S&P 500) indexiert auf 100 per Jahresbeginn



Quelle: Bloomberg

Fazit

In unserer Risikoanalyse kommen wir zu dem Ergebnis, dass protektionistische Sichten, angeführt vom amerikanisch-chinesischen Handelskonflikt, das größte systemische Risiko darstellen. Ein ausgewachsener Handelskrieg, der eine deutliche Abschwächung der US-Konjunktur bedeutet, ist unwahrscheinlich. Der Einfluss des Handelskonfliktes auf die Märkte hat mit der letzten Eskalationsstufe bereits abgenommen. Zudem benötigen die Republikaner für die US-Midterm Elections im November noch vorzeigbare Ergebnisse. In Italien wird man sich nach harten Verhandlungen mit der EU auf einen Konsens einigen. Die Instabilität der italienischen Regierung könnte in Neuwahlen enden. Unsicherheiten darüber werden den BTP/Bund-Spread erhöht belassen. Wir bevorzugen Assets mit Income Charakter innerhalb der Risiko-Assetklassen gegenüber Investments, die ihre Performance hauptsächlich über einen Kursanstieg generieren. Ertragsstarke Anlagen bieten regelmäßige, attraktive Ausschüttungen und puffern in einer Total-Return-Betrachtung steigende Zinsen ab. Durch das Ende der expansiven europäischen Notenbankpolitik wird das Zinsniveau sukzessive zunehmen. Den europäischen Aktienmarkt stufen wir nach den Kursrücksetzern wieder auf Übergewichten hoch. In Schwellenländer sollte man breit gestreut investiert bleiben. Dabei ist anzuraten selektiv bezüglich der wirtschaftlichen Situation und der Regimes vorzugehen.

Steigendes Zinsniveau mit Income-Assets beantworten

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:
18.09.2018