



LB BW

Bereit für Neues

Investmentbrief

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

06. Dezember 2021 | Ausgabe 6/2021

Sehr geehrte Investoren,

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



Die Geschäftsführung der
LBBW Asset Management
Uwe Adamla (Vorsitzender)
Dr. Dirk Franz
Dr. Bernd Scherer



Kapitalmarktumfeld

Pünktlich zum Start der kalten Jahreszeit sorgte im Oktober eine extrem hohe Volatilität für große Bewegungen bei Energieträgern, insbesondere bei Erdgas. Der Preis stieg im Oktober um über 20% an, um Ende Oktober marginal im Minus zu schließen. Die Gründe für die Kurskapriolen finden sich auf der Angebots- wie auch auf der Nachfrageseite und wurden bereits in den Vormonaten gelegt. Die internationale Angebotsseite wurde durch eine geringere Produktion in den USA, ausgelöst durch Hurrikan Ida, sowie von Norwegen und Großbritannien initiierten Wartungsarbeiten an der notwendigen Infrastruktur in der Nordsee belastet. Zudem erfolgte die Lieferung durch Gazprom ausnahmsweise nur im Rahmen der zugesagten Liefermenge. In der Vergangenheit wurde bei Bedarf mehr geliefert,



Kurskapriolen beim
Erdgaspreis

was durch eine hohe Nachfrage aus Asien dieses Mal ausgeblieben ist, da das Gas weiter nach Osten gelenkt wurde. Auf der Nachfrageseite führte ein Wassermangel in den USA zu einem vermehrten Einsatz der Gaskraftwerke zur Stromerzeugung. Zudem verzeichnete Asien eine sehr hohe Stromnachfrage, ausgelöst durch eine große Hitzeperiode im vergangenen Sommer.

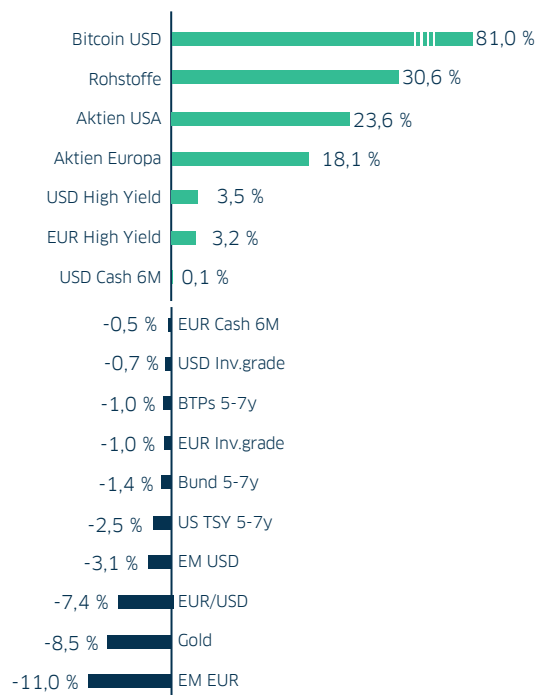
Auch weitere fossile Brennstoffe legten stark zu. So verzeichnen die Rohölsorten Brent und WTI auf Jahressicht Zuwächse von ca. 52% bzw. 56%. Die OPEC+ hält nach wie vor daran fest, die Förderquote bis April 2022 um täglich 400 Tsd. Barrel zu erhöhen. Die Kombination aus geringem Angebot und geringer Nachfrage führt zu stark schrumpfenden OECD Rohölvorräten. Die Terminkurven befinden sich derzeit in Backwardation und sind daher für Long-Investoren attraktiv. Die Energiepreise wirken durch gestiegene Inputkosten nicht nur dämpfend auf die weltweite Konjunkturerholung, sondern erhöhen zusätzlich den Druck auf die ohnehin bereits erhöhten Inflationsraten.

Die Inflation ist mit einer Preisveränderung von 5,2% gegenüber dem Vorjahr (YoY) in Deutschland auf den höchsten Stand seit 30 Jahren angestiegen, während in den USA ein Wert von 6,2% YoY publiziert wurde. Dies stellt den höchsten YoY-Anstieg in den USA seit Anfang der 90er Jahre dar und stellt die Fed vor eine große Herausforderung. Nachdem das Tapering beschlossen und Jerome Powell für eine zweite Amtszeit an der Spitze der Fed nominiert wurde, werden für das kommende Jahr bereits zwei Zinsschritte erwartet. Beginnend im Juni 2022 mit jeweils 25 Basispunkten. Lael Brainard, welche als „dovisher“ gilt und für eine strengere Bankenregulierung steht, wird stellvertretende Vorsitzende des Vorstandes der Fed. Somit wagt Präsident Biden einen Spagat, um der Wall Street und den linksorientierten Parteifreunden gerecht zu werden. Hawkische Kommentare von Powell, der das Wort „transitory“ in Bezug auf die Inflation quasi streicht sowie die veröffentlichten Fed-Protokolle sprechen für eine Beschleunigung des Tapering-Fahrplans. Dies führt zu einer weiteren Verflachung der Renditekurve. In Erwartung eines höheren Zinsniveaus zeigt der US-Dollarindex zuletzt Stärke ggü. den großen Währungen. Der USD-Index, der die Entwicklung des USD ggü. einem Korb bestehend aus sechs Währungen aufzeigt, stieg seit Jahresbeginn um knapp 6% an. Der Euro verlor seit Jahresbeginn 6,3% an Wert zum Dollar.

Die japanische Regierung hat unter dem neu vereidigten Premierminister Fumio Kishida wie erwartet ein umfangreiches Konjunkturpaket geschnürt, um die wirtschaftliche Erholung nach der Corona-Pandemie zu unterstützen. Das Fiskalpaket im Gesamtvolumen von umgerechnet ca. 431 Mrd. EUR beinhaltet unter anderem Barzahlungen an Familien und kleinere Unternehmen. Zudem sollen die Monatslöhne von pflegenahen Berufen angehoben werden um die Attraktivität der Jobs zu steigern. Aber auch in die Lieferketten wird investiert. So sollen bspw. neue Halbleiter-Fabriken entstehen, um sich unabhängiger von der Lieferung aus dem Ausland zu machen. Es ist das dritte Konjunkturpaket seit Beginn der Corona-Pandemie und soll das BIP der drittgrößten Volkswirtschaft der Welt nachhaltig ankurbeln. Auf Jahressicht konnte der japanische Aktienmarkt ca. 10% zulegen und bleibt damit hinter einem Großteil der westlichen Indizes zurück.

Die sich wieder zuspitzende Corona-Lage trübt das Bild der Marktteilnehmer derzeit ein und sorgte Ende November für eine starke Risk-Off-Bewegung am Kapitalmarkt. Während Staatsanleihen als sicherer Hafen gesucht waren, verlor der DAX deutlich. Die Rohöl-

YtD-Performance (2021)



Quelle: Bloomberg

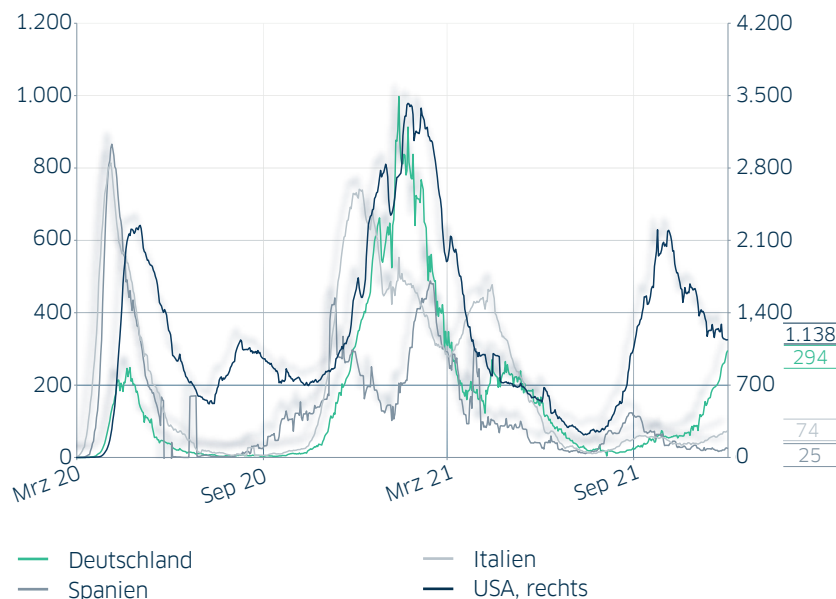


Das Tapering der Fed könnte beschleunigt werden

Sorten Brent und WTI gaben innerhalb eines Tages um über 9% nach. Die von der WHO als besorgniserregend eingestufte „Omikron-Variante“, welche erstmals in Südafrika entdeckt wurde, breitet sich derzeit weltweit aus. Offene Fragen zur Ansteckungsgeschwindigkeit, der Wirksamkeit der vorhandenen Impfstoffe sowie zum Krankheitsverlauf sorgen für Verunsicherung. Ersten Berichten zufolge sind Stand heute keine auffällig erhöhten Hospitalisierungs- oder Sterblichkeitsraten zu beobachten. Allerdings sind derzeit wenig ältere und schwache Menschen von der Mutation betroffen. Derweil mahnt der CEO von Moderna vor einer geringeren Wirksamkeit der Impfstoffe gegen Omikron. Es benötigt wohl noch einige Zeit, bis ausreichend Datenmaterial zur Einstufung der Virus-Variante vorliegt.



Abbildung 1: Corona Mittelwert der 7-Tage-Inzidenz



Quelle: Bloomberg

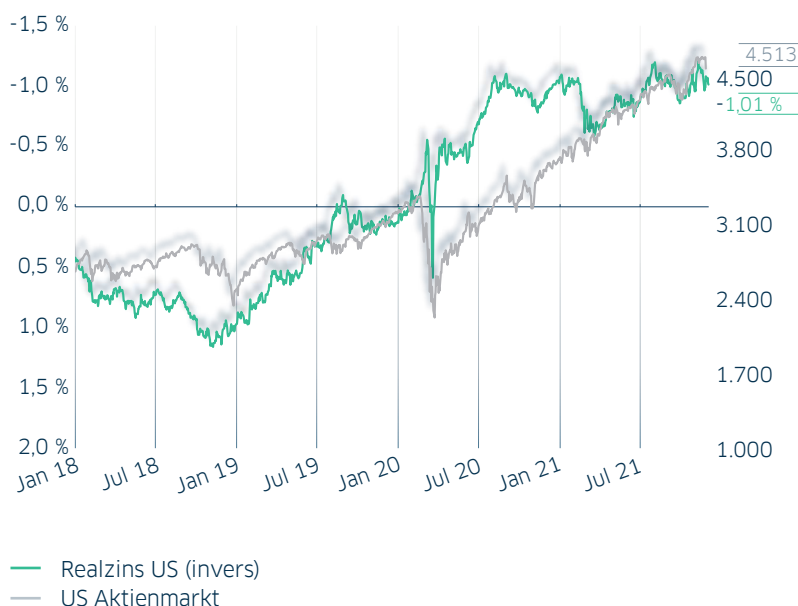
Während Österreich sich derzeit wieder in einem harten, 20 Tage andauernden Lockdown befindet, treten auch hierzulande strengere Maßnahmen in Kraft. Das Ausmaß der Einschränkungen wird künftig mit der Hospitalisierungsinzidenz gemessen. Bei Werten größer als 3 gilt 2G für alle Freizeitaktivitäten im betroffenen Bundesland. Bei Werten größer als 6 gilt 2G „Plus“ inkl. aktuellem Negativtest. Ab einem Wert von 9 sind dem Bundesland weiterführende Maßnahmen erlaubt. Auch wenn über Lockdowns nicht im speziellen gesprochen wird, ist diese Maßnahme in der aktuellen Situation in der 3. Stufe nicht komplett auszuschließen. Laut dem RKI hat Deutschland derzeit eine 7-Tage-Inzidenz von knapp 400 und meldete in der Spitze über 70.000 Neuinfektionen pro Tag. Die derzeitige Dynamik kann die Entscheidung der EZB im Dezember-Meeting verkomplizieren, wenn steigende Inflations- und fallende Wachstumserwartungen auf eine länger als gedacht anhaltende Corona-Pandemie treffen. Auch die Fed sieht hier mögliche Risiken durch die Variantenausbreitung für die Inflation bspw. durch Lieferkettenprobleme aber auch für die Beschäftigungszahlen wenn weniger Bürger einer Arbeit nachgehen.

Asset Allocation

Aktien

Die Aktienmärkte gingen im Oktober und November, unbeirrt von steigenden Corona-Zahlen, weiter auf Rekordjagd. Der Dax schloss das erste Mal in der Geschichte über 16.000 Punkten und verzeichnete ein neues Allzeithoch bei 16.289 Punkten. Ein ähnliches Bild zeigte sich in den USA. Die asiatischen Märkte konnten in einem eher schwachen Aktienjahr den Rückstand zu den westlichen Indizes konstant halten und gaben nicht weiter nach. Das 5Y KGV in China liegt derzeit auf dem Niveau von 2018 und bietet sich rein aus Bewertungsgründen für selektive Investments an. Das regulatorische Umfeld ist jedoch nach wie vor sehr unbeständig. Der von einer besser als erwarteten Berichtssaison unterstützte westliche Aktienmarkt hingegen verbucht weiterhin Rekordzuflüsse. Ein Großteil der veröffentlichten Zahlen konnte die Konsensschätzungen übertreffen. Der Energie- sowie der Bankensektor zeigten sich ebenso positiv wie das Mid-Cap-Segment, welches von stabilen Wertschöpfungsketten profitieren konnte. Die rollierende 51-Wochen Periode der Zuflüsse in Aktien ist auf über 1 Mrd. USD angestiegen. Zudem flossen in den vergangenen 18 Monaten mehr Gelder in den Aktienmarkt, als in den vorangegangenen 20 Jahren zusammengekommen. Dies spiegelt sich auch stark bei der Aktivität von Privatinvestoren wider. Während die Break-Even-Inflationsrate auf neue Hochs ansteigen, sinken die langfristigen Nominal-Renditen zuletzt wieder. Dies lässt die Realzinsen fallen. Dieses Umfeld ist positiv für den Aktienmarkt und führt zu neuen Höchstständen und Rekordzuflüssen im Aktienmarkt.

Abbildung 2: Realzinsen (invers) vs. US Aktienmarkt



Quelle: Bloomberg

Bei den Aktien-Styles wird Growth weiterhin vor Value gesehen. Value-Aktien sind trotz unsicherer Wirtschaftsaussichten als Beimischung sinnvoll, falls es zu einer Rotation im Investment-Style kommen sollte. Zudem überzeugte das Segment in der abgelaufenen Berichtssaison positiv. Die niedrigen Volatilitäten boten sich zum Kauf von Volatilität zur Absicherung oder zur Quotensteuerung an.

Ende November erhielt die Jahresendrallye durch die neu entdeckte Omikron-Variante einen Dämpfer, welche die Volatilitäten stark ansteigen und die internationalen Aktienmärkte fallen ließ. Innerhalb

eines Tages verlor der Dax ca. 4,5% an Wert, während der Euro Stoxx 50 sogar um 4,8% gefallen ist. Allen voran gaben Lock-Down-sensitive Branchen, wie der Reisesektor, stark nach. Das Umfeld für Aktien hat sich mit positiven Gewinnentwicklungen, einer weiterhin bestehenden Alternativlosigkeit von Risk-Assets und ersten Entspannungen bei den Lieferkettenproblemen nicht grundlegend verändert. Die Auswirkungen der Corona-Variante dürften jedoch weiterhin unterschiedlich auf die verschiedenen Branchen einwirken, was einen ausgewogenen Branchenmix essentiell macht. Es bleibt abzuwarten, ob das erneute Aufflammen der Corona-Krise wieder in Lockdowns mündet und damit die Lieferkettenproblematik nachhaltig negativ beeinflusst.

Euro-Staatsanleihen

Seit der letzten Ausgabe des Investmentbriefes ist bei einer Vielzahl an Staatsanleihen eine starke Kurvenverflachung zu beobachten. Der Spread zwischen 2-jährigen und 30-jährigen deutschen Staatsanleihen ist von 1,04% auf 0,75% zurückgegangen. In Großbritannien war kurzfristig beinahe eine inverse Zinskurve zu beobachten, welche häufig die Risiken einer nahenden Rezession widerspiegelt. Zudem waren vereinzelt auffällige Spreadausweitungen zum Bund zu beobachten wie bspw. zwischen 10-jährigen Bundes-Anleihen und britischen Staatsanleihen. Hier stieg der Spread Mitte Oktober auf über 1,30% an. Zudem ist eine erhöhte Volatilität der Zinskurven zu beobachten, die derzeit deutlich über dem langfristigen Median liegt. Die 5Y-Breakeven-Inflationsrate zog zwischenzeitlich weiter an und stieg in Deutschland im Hoch auf 1,95% an.

Die Bank of England (BoE) beließ auf ihrer letzten Sitzung wider Erwarten sowohl den Leitzins bei 0,10% als auch den Zielwert ihrer Anleihekaufprogramme unverändert und signalisiert damit, dass die Hürde für eine kurzfristige Zinserhöhung höher liegen als allgemein erwartet. Großbritannien sieht sich derzeit mit den Risiken einer Stagflation und einer drohenden Lohn-Preis-Spirale konfrontiert. Während die Wirtschaft trotz „Freedom-Day“ im vergangenen Quartal mit 1,3% langsamer gewachsen ist, als vom Markt erwartet (1,5%) beläuft sich der Inflations-Forecast der BoE auf einen Preisanstieg von 5,0% im April 2022. Zusätzlich drohen negative Auswirkungen aus dem Brexit. Durch kompliziertere Lieferketten, Zölle und eine umfangreichere Bürokratie kann der Ausstieg aus der EU das britische Wirtschaftswachstum langfristig belasten. Dennoch wird erwartet, dass die BoE in ihrem Dezember Meeting am 16.12.21 den Leitzins erhöhen wird, um der weiter steigenden Inflation entgegenzuwirken.

Die EZB hingegen bleibt in ihrem Oktobermeeting ihrer Linie treu und sieht nach wie vor nur einen temporären Anstieg der Inflation. Das Wording hat sich jedoch leicht geändert, da nun von einer länger als ursprünglich erwarteten Phase erhöhter Inflation ausgegangen wird. Eine Beschleunigung der Lohn-Preis-Spirale ist derzeit nicht zu beobachten. Insgesamt lässt sich festhalten, dass das Vertrauen in die EZB etwas schwindet, da sie mit den Schätzungen und Handlungen hinter dem Markt liegt. Anstelle der von der EZB erwarteten 1,7% Inflation im Jahr 2022 scheint derzeit eine Teuerungsrate von 2,7% deutlich realistischer. Wenn der Stimulus der EZB 2022 zurückgefahren wird kann dies zu einem Angebotsüberhang von 100 Mrd. EUR führen, der daraufhin vom privaten Sektor gekauft werden muss. Dadurch besteht Potenzial für steigende Zinsen. Christine Lagarde versucht jedoch die Märkte dahingehend zu beruhigen, dass sie im Jahr 2022 keine Zinserhöhungen der EZB sieht. Aussagen zum Auslaufen des Anleihekaufprogramms „PEPP“ in der ersten Hälfte des kommenden Jahres sorgten für stärkere Bewegungen bei den Zinsen der Peripherie wie bspw. in Italien. Die Spreadausweitung hat sich jedoch



**Risk-Off-Modus am
Aktienmarkt**



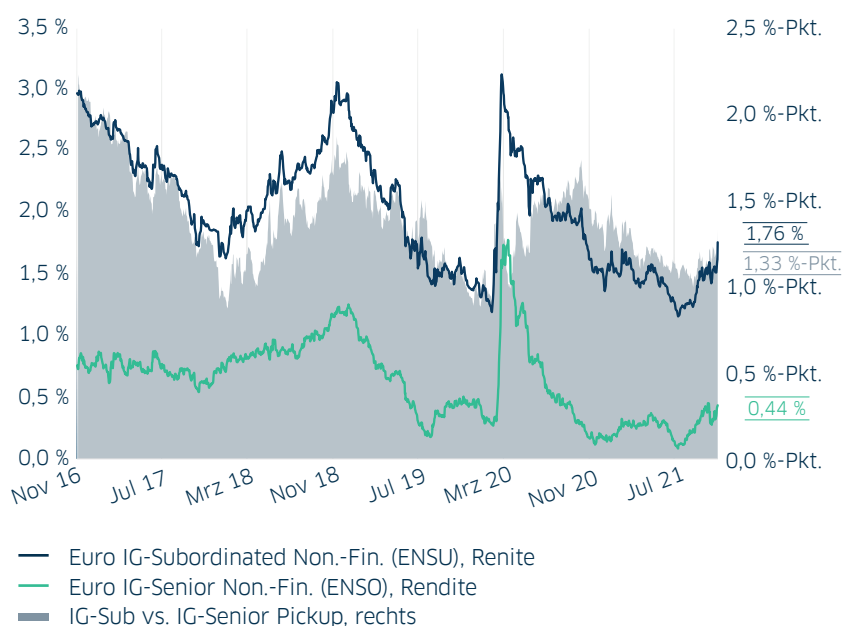
**Inflation zeigt sich
hartnäckiger als
ursprünglich erwartet**

wieder etwas eingeeengt und hat nur kurzfristig eine Opportunität zum Kauf von italienischen Papieren dargestellt. Erste Kommentare zur Einordnung der neuen Corona-Variante zeigen ebenfalls keine direkte Trendwende der Strategie. PEPP verfolgt einen mit der Krise verbundenen Pfad und wird in den Diskussionen zum Dezember-Meeting einfließen und bewertet. Die Fed wird mit ihrer Zinspolitik weiterhin den Dollar unterstützen und den Spread zwischen USA und Europa weiter vergrößern. Eine mögliche Tradingrange bei 10Y-Bund liegt zwischen -0,10% und -0,50%.

Unternehmensanleihen

In den vergangenen Wochen sind die Spreads leicht rausgelaufen und es ist eine erhöhte Volatilität auf der Swapkurve zu beobachten. Die Renditen von rd. 0,50% bei EUR-Investmentgrade (IG) Corporates sind auf dem aktuellen Niveau nach wie vor nicht besonders interessant. Zusätzlich zeigte das Segment in den volatilen Marktbewegungen Ende November keinen großen Vorteil in Bezug auf Stabilität gegenüber niedrigeren Ratings. Die Abnahme der Kaufprogramme in 2022 und weniger Rückenwind von der Ergebnisseite begrenzen das Potenzial für IG weiter. Allerdings besteht auch Nachholpotenzial bspw. durch nachlassende Supply-Bottlenecks. High-Yield-Anleihen (HY), mit einem Fokus auf bessere Qualität („BB“), sind im relativen Vergleich den IG-Anleihen zu bevorzugen und im Portfoliokontext überzugewichten. Zusätzlich erscheint das „BB“-Segment interessant, um von möglichen Raterhöhungen zu profitieren. Die Upgrade-Kandidaten preisen bereits vor vollzogener Heraufstufung ein nahendes Investment Grade-Rating weitgehend ein. Auch schrumpft das „BB“-Segment sukzessive, was den Preis zusätzlich ansteigen lassen kann. Bei der Wahl der Laufzeit bietet sich vorerst eine Übergewichtung von kürzeren Laufzeiten an. Der Renditeaufschlag von „BBB“ zu „A“-Unternehmen ist nach wie vor niedrig und bietet aus Chance- / Risikogesichtspunkten kaum einen Mehrwert. Geringe Ausfallraten und eine höhere laufende Verzinsung der HY's stellen einen möglichen Performancetreiber für das Jahr 2022 dar. Das Hybrid-Segment zeigt nur kleine Spreadausweitungen. Kurze Call-Termine zeigen sich stabiler als die längeren Laufzeiten. Die Liquidität im Hybrid-Markt hat sich zunehmend strukturell verbessert und der Markt funktioniert gut. Einige Anlegergruppen, wie bspw. Versicherungen, werden in diesem Segment zunehmend aktiver.

Abbildung 3: Senior vs. Hybrid EUR-IG Corporates



Quelle: Bloomberg

Emerging Markets Anleihen

Derzeit ist eine Entkopplung der Emerging Markets zu den entwickelten Ländern zu beobachten. Während die weltweiten Aktienmärkte zum größten Teil ein starkes Jahr verzeichneten, blieben die EM hinter ihren Erwartungen zurück und verloren netto an Wert. Selten waren so große Differenzen zwischen den Märkten vorhanden wie aktuell, was eine Opportunität darstellen kann. Auch die Anleihenseite verbuchte Kursrückgänge, die durch einen starken Dollar, anhaltende negative Auswirkungen der Corona-Krise sowie einen angeschlagenen chinesischen Immobiliensektor, ausgelöst durch die drohende Insolvenz von Evergrande, belastet wird. Gerade China hat durch eine strenge Regulierung von Großkonzernen und einer umfangreichen Bürokratie, die es für ausländische Investoren schwer macht im chinesischen Markt zu investieren, für Verunsicherung gesorgt. Dies spiegelt sich in diversen rückläufigen Konjunkturindikatoren wider. Im neu veröffentlichten Quartalsbericht der chinesischen Notenbank sind nun jedoch Andeutungen enthalten, die auf eine kurzfristige Senkung der Mindestreserve-Anforderung für Geschäftsbanken abzielen. Diese geldpolitische Lockerung hätte die Strahlkraft, die zuletzt stark rückläufige Kreditvergabe im Land wieder zu erhöhen, was sich positiv auf die Unternehmensentwicklung auswirken dürfte.

Die geldpolitische Lage in der Türkei spitzt sich derzeit weiter zu. Nachdem sich der türkische Präsident Recep Erdogan zum wiederholten Male in die Zentralbankpolitik eingemischt und hochrangige Notenbanker ausgetauscht hat, sieht sich das Land einer extrem hohen Inflation und einer stark abwertenden Währung konfrontiert. Da Erdogan der Meinung ist, ein hoher Zins würde inflationstreibend wirken, wurde der Leitzins innerhalb von zwei Monaten in drei Schritten von 18% auf 15% gesenkt. Dies führte zu einem gegenläufigen Ergebnis und feuerte die Inflation weiter an. Somit widersetzt sich Erdogan den aktuell gültigen ökonomischen Erkenntnissen zum Zusammenspiel zwischen Zins und Inflation. Zuletzt erreichte die Teuerungsrate ein Niveau von 20%. Dies geht an der Währung nicht spurlos vorüber. Der EUR stieg zur TRY innerhalb von 2 Monaten von 9,80 auf 14,50 (+48%) an. Aktuell scheint keine Entspannung in Sichtweite und Erdogan sieht sich als Opfer eines internationalen Komplotts.

Positionierung

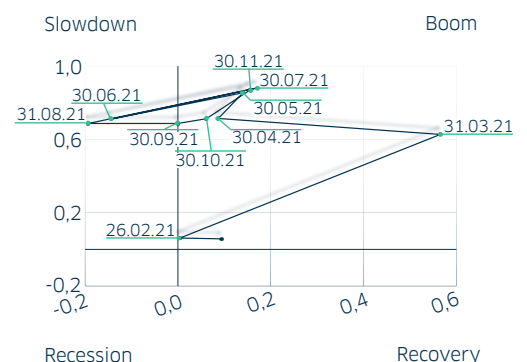
Bislang war 2021 ein extrem einfaches Jahr. Aktien waren und sind hoch bewertet, liefern aber immer noch eine attraktive Risikoprämie gegenüber Renten. Positives Momentum, unterstützt von anhaltender „Buy the Dip“ Mentalität, positive Gewinnrevisionen und konjunkturelle Unterstützung aus dem Konjunkturzyklus (Abb. 4) ließen nur einen Schluss zu: Übergewicht in Aktien, finanziert durch Untergewichte in Staats- und Unternehmensanleihen. Symmetrisch zum positiven Aktienbild war das Anleihenbild deutlich negativ. Unternehmensanleihen liefern einen zu geringen Spread um einen erwarteten Rating-Drift zu kompensieren (Abb. 5 - Initialer Spread abzgl. konjunkturabhängigen Rating-Drift) und eine Durationsverlängerung bei Staatsanleihen war selten so unattraktiv wie heute (Abb. 6). Zunehmende Inflationsunsicherheit und das Momentum in den kurzfristigen Zinsen lassen hier keine Risikoprämien erwarten.

Asset Allocation	
Aktien Europa	→
Aktien global	→
Staatsanleihen Kern	↘
Staatsanleihen Peripherie	↗
Credits IG	↘
Gold	→
Kasse	↗



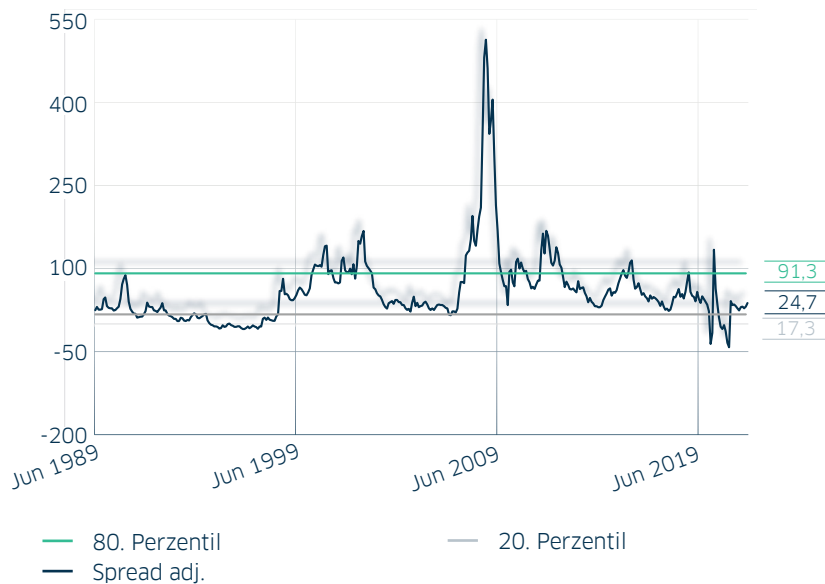
Türkische Lira wertet stark ab

Abbildung 4: Business Cycle Indikator



Quelle: Scherer/Apel (2020), Business Cycle Related Timing, Journal of Alternative Investments und Hakkio/Keaton (2009), Financial Stress, Economic Review

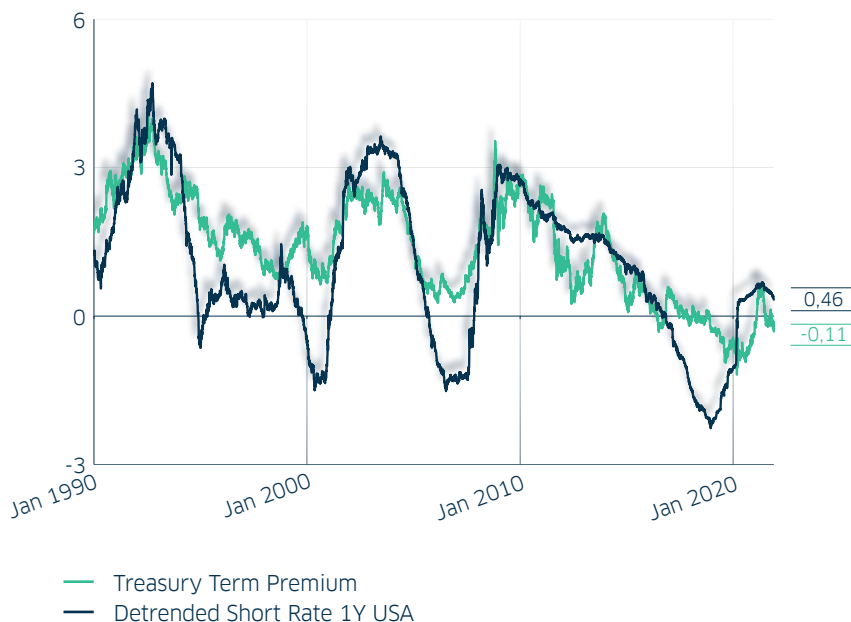
Abbildung 5: Credit Premium IG



Quelle: Bloomberg / LBBW AM

Wir würden alle Positionen aus dem letzten Investmentbrief so fortschreiben, bis auf die Positionierung in Aktien. Rückgang in Zentralbankliquidität (Tapering), Zinserhöhungszyklus (lift off) und die Unsicherheit über den Einfluss von Omnikron auf Inflation und Wachstum lasten auf den Aktienmärkten. Wir haben daher Anfang Dezember die Aktienposition auf neutral gestellt. Für das Ende des Jahres erwarten wir eine im Vergleich zur Vergangenheit deutlich erhöhte Volatilität, die mehr taktische Möglichkeiten liefern wird.

Abbildung 6: Treasury Term Premium und Detrended Short Rate 1Y USA



Quelle: Akademisches Paper von ACM / FED Website. <https://liber-tystreeteconomics.newyorkfed.org/2014/05/treasury-term-premia-1961-present/>

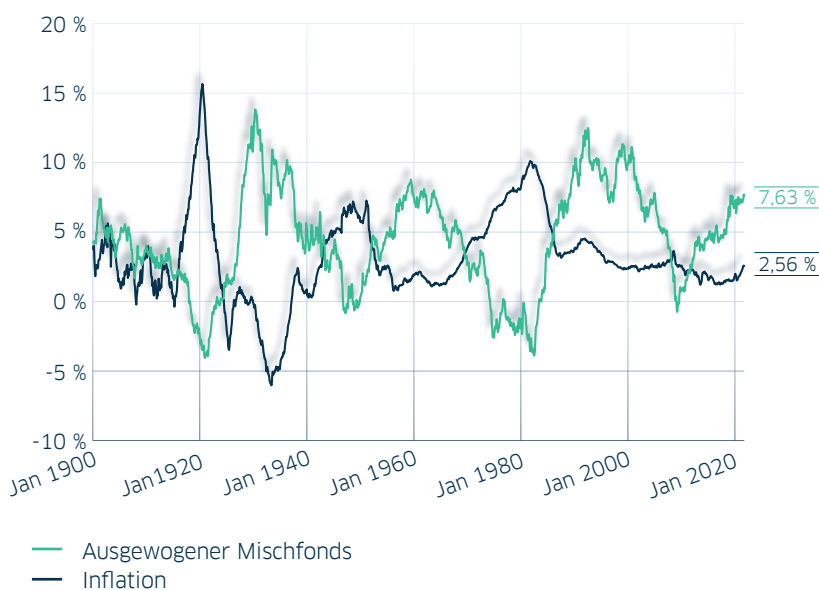


Fokus Strategie:

Reale Aussichten für Mischfonds

In Zeiten vorübergehend anhaltender Inflation stellen sich viele Anleger die Frage, welche realen Renditen ein Mischfonds in der Zukunft erwarten lässt. Wir betrachten zuerst die historischen realen Renditen eines ausgewogenen Mischfonds (50% Aktien) für einen Anleger mit 10 Jahren Zeithorizont. Um einen möglichst langen Zeitraum abzubilden verwenden wir monatliche US Daten vom Januar 1900 bis zum September 2021 (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>) Abb. 7 zeigt rollierende reale 10-Jahres Renditen für einen ausgewogenen Mischfonds und die Inflation der letzten 5 Jahre (bessere Abbildung erwarteter Inflation).

Abbildung 7: Rollierende reale 10-Jahres Renditen vs. 5Y Inflation



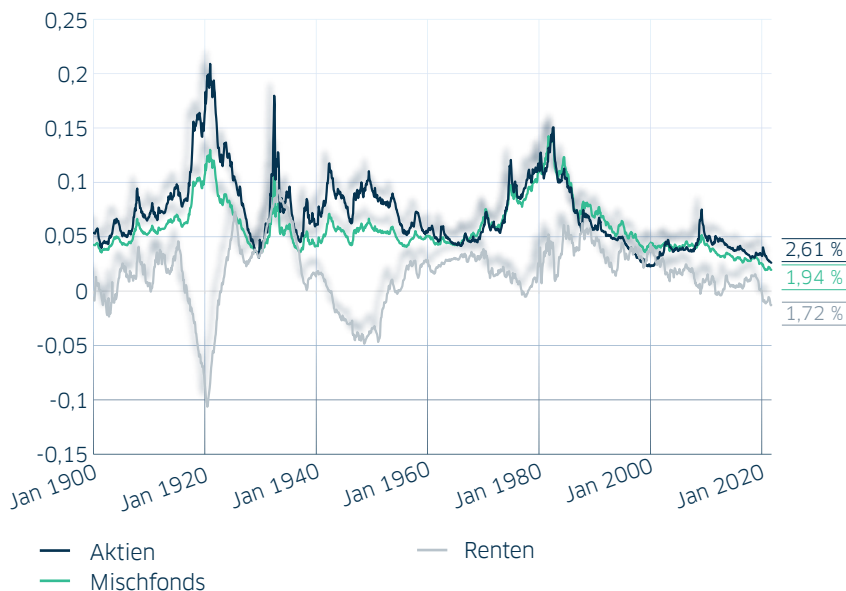
Quelle: Bloomberg / LBBW AM

Mischfonds haben durchweg positive reale Renditen geliefert. Ausnahmen sind Perioden hoher Inflation. Der inverse Zusammenhang ist offensichtlich. Ebenso offensichtlich ist die Periode, die mit dem Ende der 80-iger Jahre beginnt. Die Fed hatte damals unter Paul Volcker die Inflationserwartungen gebrochen und es folgte eine Zeit moderater, wenig schwankender Inflation mit hohen positiven realen Renditen. Negative Realrenditen wurden nur in der großen Finanzmarktkrise beobachtet. Hierfür war nicht ein Anstieg der Inflation, sondern veränderte Erwartungen an das reale Wirtschaftswachstum verantwortlich.

Ausgangslage

Die gegenwärtige Generation von Anlegern hat in den letzten 30 Jahren nur positive Erfahrungen mit ausgewogenen Mischfonds gemacht. Dies erklärt ihre Beliebtheit, aber bleibt dies so? Wir betrachten die Ausgangslage im September 2021. Abb. 8 zeigt die erwarteten realen Renditen für Aktien, Renten und einem hypothetischen Mischfonds im Zeitablauf. Wir nehmen die Inverse des realen Shiller-PE als Schätzer für die erwartete reale Aktienrendite. Für Anleihen verwenden wir die Rendite von zehnjährigen Anleihen, abzüglich der realisierten Inflation der letzten fünf Jahre (als Approximation von Inflationserwartungen).

Abbildung 8: Erwartete reale Renditen für Aktien, Renten und hypothe-
tischen Mischfonds



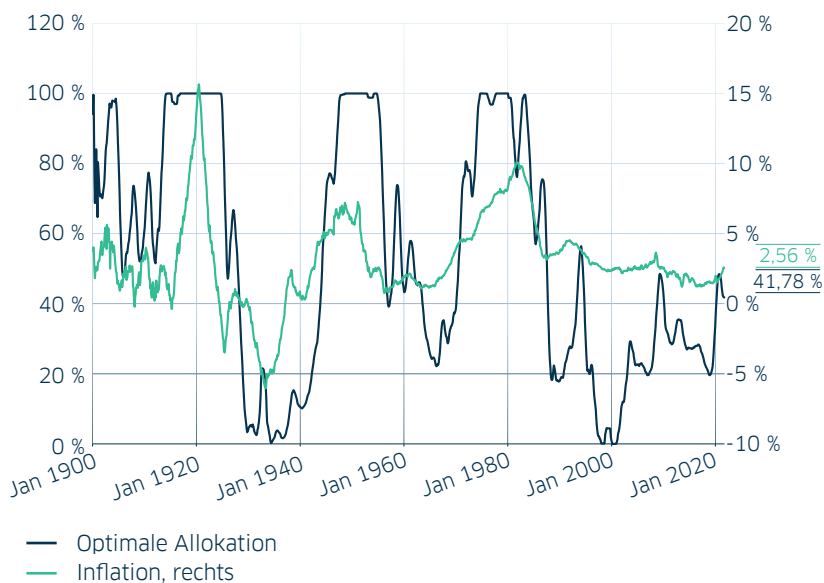
Quelle: Bloomberg / LBBW AM

Noch nie (!) war die erwartete reale Rendite eines Mischfonds so niedrig wie heute. Zwar sind weder die realen Renditen von Aktien oder Renten an ihrem jeweiligen Tiefpunkt, aber noch nie waren beide gemeinsam so tief. Die hohe historische Performance des Mischfonds wurde auf Basis sinkender Erwartungen an zukünftige Renditen generiert.

Optimale Portfolios der Vergangenheit:

Wie hätte ein rationaler Investor in der Vergangenheit investieren müssen? Wir nehmen an unser Anleger hätte jeweils zu Beginn einer 5-Jahres Periode die realen Renditeerwartungen aus Abb. 8 und zu künftige reale Risiken und Korrelationen benutzt. Wie hätte er unter Abwägung von Rendite und Risiko investiert? Wir kalibrieren die Risikoaversion unseres fiktiven Anlegers so, dass er in den letzten 120 Jahren im Durchschnitt ein ausgewogenes Portfolio gehalten hätte. Das Ergebnis unserer Berechnungen ergibt sich aus Abb. 9.

Abbildung 9: Optimale Allokation vs. Inflationserwartung



Quelle: Bloomberg / LBBW AM



Wir sehen, die optimale Allokation (über 12 Monate geglättet), folgt weitestgehend den Inflationserwartungen. Steigende Inflation führte bei Aktien (Margendruck, Refinanzierungskosten) und Renten (Entwertung fixer Kupons) zu Kursverlusten und daher steigenden Renditen. Typischerweise dehnt sich die erwartete Risikoprämie für Aktien (Differenz der realen Renditeerwartungen für Aktien und Renten) in inflationären Zeiten aus. Dies führt zu einer stärkeren Nachfrage nach Aktien. Am gegenwärtigen Rand ist das aber noch nicht der Fall. Im Gegenteil, die erwartete Risikoprämie ist im Vergleich zur Historie niedrig. Trotz niedriger Realrenditen würde das hohe Aktienrisiko (relativ zu geringen Rentenrisiko) eine aggressivere Allokation noch nicht rechtfertigen.

Nachfrage nach Aktien

Vielleicht ist der ein oder andere Investor enttäuscht und hätte sich eine deutlich höhere Aktienallokation gewünscht. Das offenbart direkt die Schwäche einer historischen Betrachtung am aktuellen Datenrand. Vergangenheitsdaten ersetzen hier nur schwer Erwartungen über die Zukunft. Hier hilft ein kleines Gedankenmodell. Wir können die Nachfrage nach Aktien in einem gemischten Fonds immer in zwei Teilnachfragen aufspalten: Spekulative Nachfrage und Diversifikationsnachfrage. Die spekulative Nachfrage ist von der erwarteten Risikoprämie getrieben. Investoren, die in Zukunft den Unterschied in den realen Renditen bei mehr als 4% sehen, würden hier deutlich aggressiver investieren müssen. Wie diversifizierend sind die realen Renditen von Aktien in einem gemischten Fonds? Ein wichtiger Einfluss hierfür ist die relative Volatilität von Aktien und Renten. In normalen Zeiten rechtfertigt die Diversifikationsnachfrage nur geringe Aktienallokationen. In Zeiten hoher unerwarteter Inflation steigt aber die Volatilität von realen Bondrenditen deutlich an. Das erhöht die relative Attraktivität von Aktien als Diversifikator (solange die Korrelation mit Renten nicht ebenfalls ansteigt). Aktien werden dann alleine aus Diversifikationsgründen interessanter.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr

Dr. Bernd Scherer

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen. Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig 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 Eigenbestände 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 konkreteAnlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

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
Dr. Bernd Scherer
Sven Engelhardt, CIIA

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@
LBBW.de**

Redaktionsschluss:

06.12.2021