



LB BW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für April

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

09. Mai 2022 | Ausgabe 3/2022

Sehr geehrte Investoren,

mit unserem "Taktischen CIO View" beleuchten wir im monatlichen Rhythmus die aktuelle Situation an den Kapitalmärkten, analysieren branchenrelevante Themen und geben einen strategischen Ausblick. Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.



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



Kapitalmarktumfeld

Ein Zeichen für Europa setzten die französischen Wähler, indem Sie die Stichwahl zwischen Emmanuel Macron und seiner Herausforderin Marine Le Pen für den Amtsinhaber entschieden. Somit bleibt Macron für weitere fünf Jahre Präsident von Frankreich und konnte mit 58,55% der Stimmen die Wahl für sich entscheiden. Im Jahr 2017 erhielt Macron noch 66% der Stimmen. Der Wahlausgang bietet Chancen der Erholung für den europäischen Aktienmarkt, da eine große Unsicherheit zur Zukunft der Union ausgepreist wird.

Auch im April legte die Zinsentwicklung an den internationalen Kapitalmärkten keine Verschnaufpause ein und ließ die Renditen weiter stark steigen. Im gleichen Zuge gaben die Aktienmärkte weiter nach, was sich nachteilig auf Balanced-Mandate ausgewirkt hat, da die Korrelation zwischen Aktien und Renten weiterhin hoch war. Zudem belasten die geopolitischen Unsicherheiten des Russland- / Ukraine Konflikts die Risikobereitschaft an den Märkten. Weiterhin ist keine Entspannung in Sicht und die Rhetorik wird mit Andeutungen eines 3. Weltkriegs zunehmend negativer.

Die stagflationären Tendenzen haben weiter zugenommen. Chinas Null-Covid Politik führt zur Unterbrechung der globalen Lieferketten, während das Importembargo gegenüber russischen Rohstoffen das Rohstoffangebot knapp hält. Diese ungünstige Gemengelage beeinträchtigt das globale Wachstum vor allem über die Angebotsseite und hält das Inflationsprofil auf deutlich erhöhtem Niveau. Im Euroraum stiegen die Preise um 7,5% und in den USA um 8,5%. Das BIP-Wachstum des Euroraums zeigte im ersten Quartal eine schleppende und uneinheitliche Dynamik, während das Wachstum des US-BIP um 1,4% rückläufig war.

Der DAX gab im Monatsverlauf um ca. -2,20% nach und beendete den Monat bei 14.097,88 Punkten. Der breite europäische Aktienmarkt gab ebenfalls nach und schloss -1,98% tiefer. Zu den größten Verlierern zählten die Sektoren Financial Services sowie Technologie, die jeweils knapp -10% nachgaben. Der viel beachtete Oil & Gas Sektor gab -1,28% nach. Die Zinsentwicklung spricht mittelfristig weiter für eine Style-Rotation, bzw. ein besseres Chance-Risiko-Verhältnis bei Value-Titeln im Vergleich zu Growth-Aktien. Innerhalb Europas erscheint Großbritannien derzeit attraktiv. Der Blick über den Atlantik hinweg offenbart ebenfalls rote Vorzeichen zum Monatsabschluss. Der breite US-Aktienmarkt gab im Verlauf des Aprils um -8,72% nach. Der beginnende Trend negativer Gewinnrevisionen hat das Potenzial sich weiter zu verstärken. Am Beispiel von Netflix lässt sich ablesen, wie negative Ergebnisüberraschungen überproportional abgestraft werden. Im Kontext weiter steigender Renditen und der Gefahr einer drohenden Rezession gab die amerikanische Technologiebörse die Gewinne aus dem März größtenteils wieder ab. Zum Monatsende steht ein Minus von -13,34% in den Büchern. Der Zinsanstieg und die Rezessionserwartungen wirken stark negativ auf die Barwerte von Technologieunternehmen. Die derzeitigen Entwicklungen sind noch nicht vollständig in den Gewinnschätzungen der Unternehmen eingepreist, was die Forward KGV's zu optimistisch erscheinen lassen könnte. Aufgrund der geopolitischen Lage in Europa erscheint weiterhin der amerikanische Aktienmarkt attraktiver als der europäische Markt. Der starke Kursrückgang im April hat die Bewertung zudem etwas heruntergenommen. Zuletzt war ein starker Anstieg der impliziten Volatilität in den USA zu erkennen, während der Anstieg in Europa deutlich geringer ausfiel. Das aktuelle Volatilitätsniveau von ca. 30% im Euro Stoxx 50 im Verhältnis zum Aktienindexniveau liegt momentan im mittleren Bereich. Werte über 30 bieten sich derzeit für den Verkauf von Volatilität an, um einen Zusatzertrag zu generieren. Der Volatilitäts-Skew, sprich die Schiefe der Volatilität, hat sich zuletzt wenig bewegt und handelt weiterhin auf einem relativ hohen Niveau. OTM-Money-Optionen sind damit weiterhin attraktiv gepreist.

Zu Beginn des Monats Mai richtet sich das Interesse auf eine Reihe von anstehenden Notenbankentscheidungen. Es ist davon auszugehen, dass vielerorts die Leitzinsen weiter angehoben werden. Ein besonderes Augenmerk liegt auf der Zinsentscheidung der amerikanischen

Notenbank. Eine Anhebung um 50 BP auf 1,00% gilt mittlerweile als ausgemachte Sache, ebenso die Ankündigung, mit dem „Quantitative Tightening“ zu beginnen, also dem schrittweisen Abbau der, auf fast 9 Billionen Dollar angewachsenen, Zentralbankbilanz. Die EZB hat in der letzten Ratssitzung einen beschleunigten Ausstieg aus dem Kaufprogramm (APP) beschlossen und wird die Käufe voraussichtlich im Juli beenden, womit die Tür für eine erste Zinserhöhung spätestens im Herbst offen stünde. Der Markt preist aktuell Zinserhöhungen von 76bp bis zum Jahresende ein.

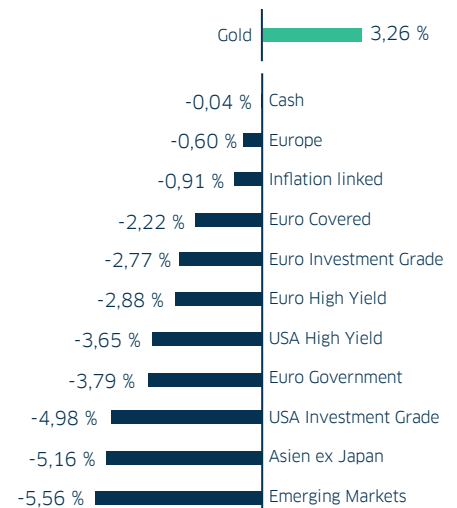
Die Anleihemärkte haben auf die Straffung der Geldpolitik und das veränderte Inflationsregime mit den stärksten Kursverlusten seit den frühen 80er Jahren reagiert. Die 10-jährigen Bundesanleihen stiegen in der Rendite von 0,54% auf 0,93% an. Der Spread zwischen Italien und Deutschland stieg im letzten Monat weiter an und notierte in der Spitze bei 1,83%. Trotz der Ankündigung der EZB an einem nicht näher definierten Stützungsprogramm zu arbeiten, stiegen die Renditen in Italien weiter an. Die 10-Jahresrenditen von US-Staatsanleihen stiegen von 2,33% auf 2,93%. Der Test der 3%-Marke steht kurz bevor. Hier verläuft ein langfristiger Abwärtstrend der als Widerstand herhalten könnte. Aufgrund der geopolitischen Entwicklung besteht derzeit eine überdurchschnittlich hohe Ungewissheit hinsichtlich der Entwicklung von Konjunktur und Kapitalmarkt, was sich in erhöhten Risikoprämien niederschlägt. Relevant ist hierbei weiterhin, dass die, als Folge des Embargos, verstärkten inflationären Tendenzen den Druck auf die Notenbanken hochhalten, ihre Geldpolitik weiter zu straffen. Ein schnelles Ende des Konflikts könnte die Perspektiven insbesondere über wieder fallende Risikoprämien und voraussichtlich rückläufige Rohstoffpreise hingegen deutlich verbessern.

Die EUR-Investmentgrade Rendite entfernt sich immer weiter vom Mittel der letzten 5 Jahre. Auch die Spreads haben sich seit Mitte April wieder ausgeweitet (aktuell etwa in der Mitte der 2022 ytd Range). Derzeit liegen die Rückgänge der Non-Financials bei ca. -7,1%.

Der Druck auf den mittleren Laufzeitenbändern hält weiter an. Die Laufzeitbänder drei bis fünf Jahre und fünf bis sieben Jahre bieten ein Pickup gegenüber dem kurzen Ende. Im März konnten HY-Anleihen aufgrund der höheren Kupons noch die Investmentgrade-Anleihen outperformen. HY-Anleihen bleiben in der Breite jedoch anfällig, vor allem im Kontext einer sich möglicherweise abschwächenden Konjunktur. Zur Risikoreduzierung sollte besonders auf solide Emittenten und Ratings geachtet werden. Der Pickup von HY-Anleihen zu Senioranleihen beträgt derzeit ca. 1,7%. Dieser Punkt markierte in der Historie häufig einen Wendepunkt. Zudem erhöhten sich die Bund-Assetswap-Spreads im April wieder deutlich und liefen beinahe auf die im März erreichten Jahreshochs an.

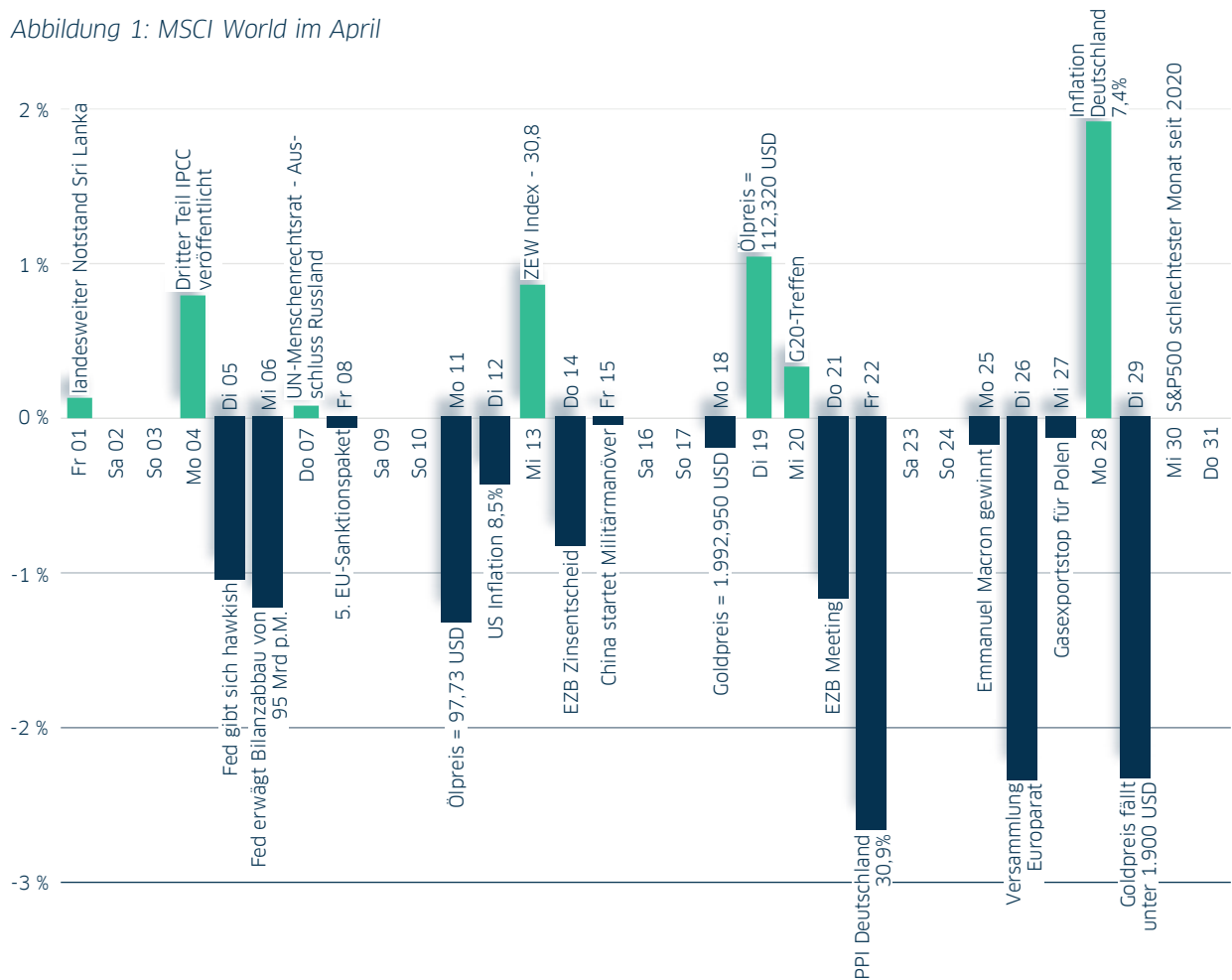
Die Feinunze Gold verlor 2,1% und beendete den Monat um \$1.896. Der Euro verlor mit 4,7% deutlich und schloss mit 1,054 zum US-Dollar. Der Dollar-Index, welcher die Entwicklung zu den größten Währungen abbildet, notiert beinahe auf einem 20-Jahreshoch. Zudem erscheint die Bewegung USD/JPY als auffällig. Der USD hat zum JPY im laufenden Jahr ca. 13,1% zugelegt, was nicht zuletzt auf die Geldpolitik der BoJ zurückzuführen ist. Das Barrel Rohöl der Sorte Brent stieg im Monatsverlauf um 4,42% an. Derzeit prüft die EU-Kommission ein Ölembargo. Zudem werden Verhandlungen mit afrikanischen Ländern zur Gaslieferung geführt. Ob diese Länder über die ausreichende Infrastruktur zur Förderung bzw. zum Transport verfügen ist kritisch zu sehen.

Performance ausgewählter Asset Klassen seit dem letzten IC



Quelle: Bloomberg

Abbildung 1: MSCI World im April



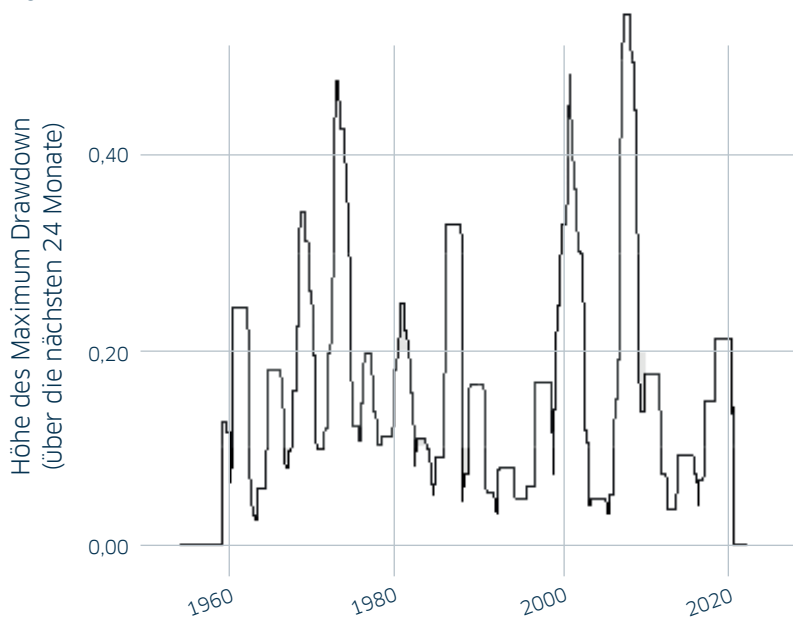
Quelle: Bloomberg

Wirtschaftspolitischer Aufreger des Monats war die Aussage eines deutschen Chefvolkswirts, der zur Finanzierung einer Zeitenwende aus Gerechtigkeitsgründen eine Wiedereinführung des Soli gefordert hat. Freiheitliche Demokratien werden den Kampf um die neue Weltordnung nur dann gewinnen, wenn sie die Erfolgsrezepte der letzten 200 Jahre wiederentdecken: dezentralisierte Entscheidungen in Wirtschaft (eine so frei wie mögliche Form der Marktwirtschaft) und Politik (Demokratie) und keine repressive Steuerpolitik auf die Leistungsträger einer Gesellschaft. Selbst wenn die Elastizität des Arbeitsangebots kurzfristig gering wäre (das sind die ernstzunehmenden akademischen Ansatzpunkte linker Ökonomen von Piketty bis Stiglitz), sind die dynamischen Effekte verheerend. Wer wird dann noch „harte“ Fächer studieren oder Risiken eingehen, wenn er damit rechnen muss, dass der Staat zwar Chancengleichheit bietet, aber nur eingeschränkt zulässt das Menschen diese Chancen dann auch für sich nutzen. Was Gesellschaften und Familien resilient macht ist Vermögen. Auch das war eine Lehre aus der Covid Pandemie. Zwei Prozent des GDP für Wehrausgaben machen eben nur dann einen Unterschied, wenn das GDP auch hoch ist. Hohe Steuern helfen dabei nicht. Für die Wirtschaft in Deutschland (und den USA) kann man nur hoffen, dass sich solche Gedanken nicht jenseits der Linksparteien fortsetzen.

Positionierung

Steigende Zinsen, Inflation, Rezessionsängste, erneute Lockdowns in China und ein unklares Endspiel im Russland/Ukraine Krieg bilden den Hintergrund für den Monat Mai. Wer erinnert sich da nicht an den Spruch: „Sell in May an go away“. Auch unser quantitatives Business-Cycle-Modell sieht eine Verschlechterung des Umfelds. Um die Gefahr eines Aktienbärenmarkts (Verluste größer als 20%) besser abzuleiten verwenden wir folgendes Modell. Zuerst stellen wir fest wie oft in der Vergangenheit dies Verluste eingetreten sind. Dafür wird für jeden Zeitpunkt (Ende eines Monats) den maximalen Drawdown (basierend auf monatlichen Daten) des S&P 500 (längste Datenhistorie, Zeitraum ab 1954) der irgendwann über die nächsten 24 Monate aufgetreten ist. Diese Zeitreihe findet sich in Abbildung 2.

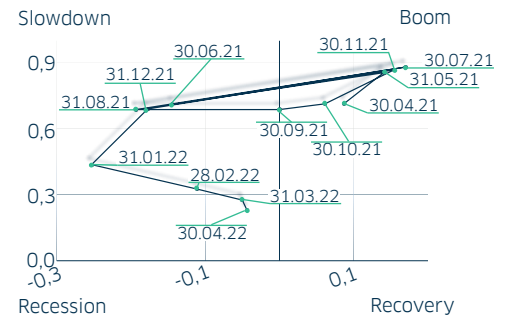
Abbildung 2. Höhe des maximalen Drawdowns über die nächsten 24 Monate für den S&P 500. Monatliche Daten von Februar 1952 bis April 2022



Quelle S&P, Eigene Berechnungen

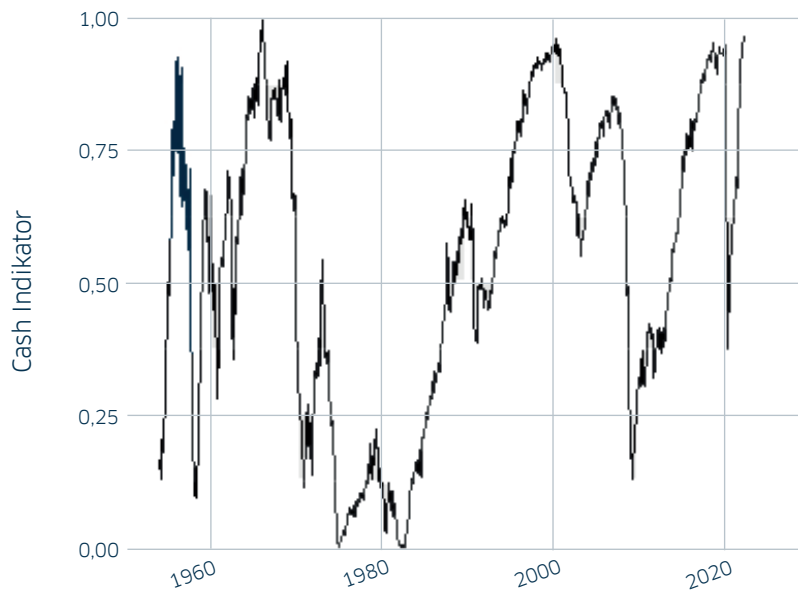
Im zweiten Schritt definieren wir einen ökonomisch motivierten Crash Indikator. Ziel ist maximale Robustheit und ökonomische Intuition, d.h. wir verzichten auf eine umfangreiche Suche nach den statistisch besten Indikatoren. Stattdessen benutzen wir nur das SHILLER PE (wie hoch ist der Markt bewertet als Proxy für eine anstehende Korrektur) und die Arbeitslosigkeit (niedrige Arbeitslosigkeit als Indikator für eine heiß gelaufene Volkswirtschaft. Jeder der beiden Indikatoren wird in Perzentile umgerechnet (für jeden Wert errechnen wir wieviel % der Werte kleiner sind). Je extremer der Indikator desto näher liegt der Wert bei eins. Aus beiden Indikatoren wird nach dem Berechnen der Perzentile ein Durchschnitt gebildet. Das Ergebnis findet sich in Abbildung 3.

Abbildung 8: Business Cycle Indikator



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

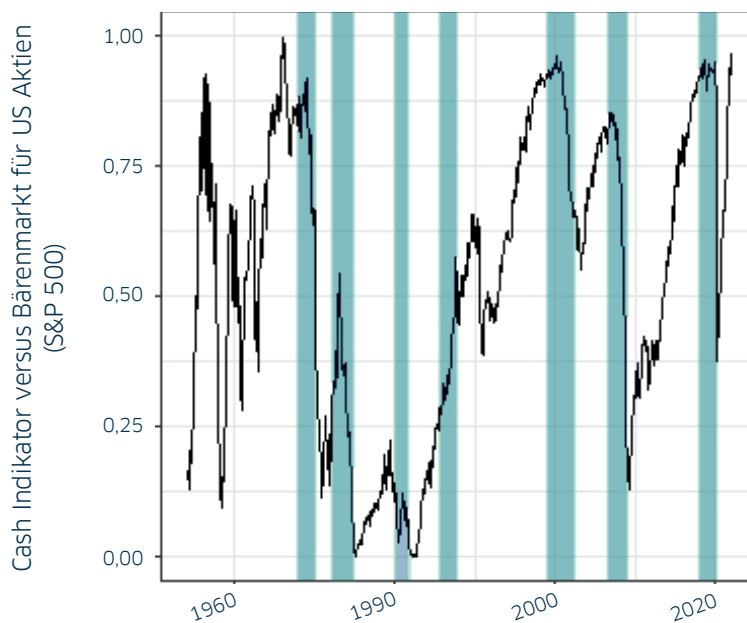
Abbildung 3. Crash Indikator für den US Aktienmarkt.



Quelle: S&P, FRED, Eigene Berechnungen

Im letzten Schritt kombinieren wir die beiden ersten Schritte und zeigen unseren Crash Indikator zusammen mit allen Zeitpunkten die in den nächsten 24 Monaten einen Drawdown von mehr als 20% erlitten haben. Dies sind die blauen Balken in Abbildung 4.

Abbildung 4. Crash Indikator versus realisierte Bärenmärkte.

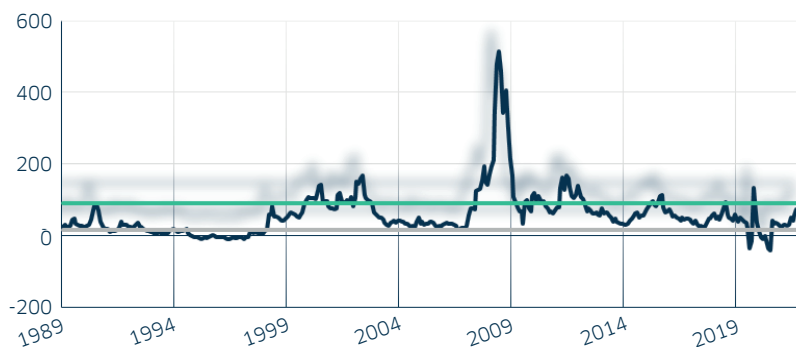


Quelle: S&P, FRED, Eigenen Berechnungen

Unser Indikator zeigt einen bemerkenswert eindeutigen Zusammenhang zwischen seinen Extremwerten und dem Auftreten von Bärenmärkten. Gegenwärtig ist der Indikator seit mehreren Monaten wieder auf einem historischen Hoch und die realisierten Verluste im S&P 500 nähern sich 20%. Ich möchte die Bedeutung des Indikators nicht überbewerten aber er legt uns nahe das Aktienexposure weiter abzubauen. Während wir im Vormonat unser Nettoexposure richtigerweise bereits geschlossen hatten gehen wir diesen Monat mit einem deutlichen Untergewicht an Aktien an. Wir wählen Europa als Zentrum dieses Untergewichts. Energiepreisabhängigkeit und die im Gegensatz zur FED offensichtliche Unfähigkeit und Ungewilltheit bei Kapitalmarktverwerfungen einen Put unter den Aktienmarkt zu legen veranlassen uns hierzu.

Andererseits sind wir bei IG Unternehmensanleihen konstruktiv. Die Renditeaufschläge gegenüber Staatsanleihen sind adjustiert um die Stellung im Konjunkturzyklus wieder attraktiv (siehe Abbildung 5) und sollten sich die Aktienmärkte wider Erwarten im Mai erholen, partizipieren das Portfolio zumindest teilweise über das implizite Aktienmarktbeta dieser Anlagen.

Abbildung 5- Default adjusted US Credit Spread

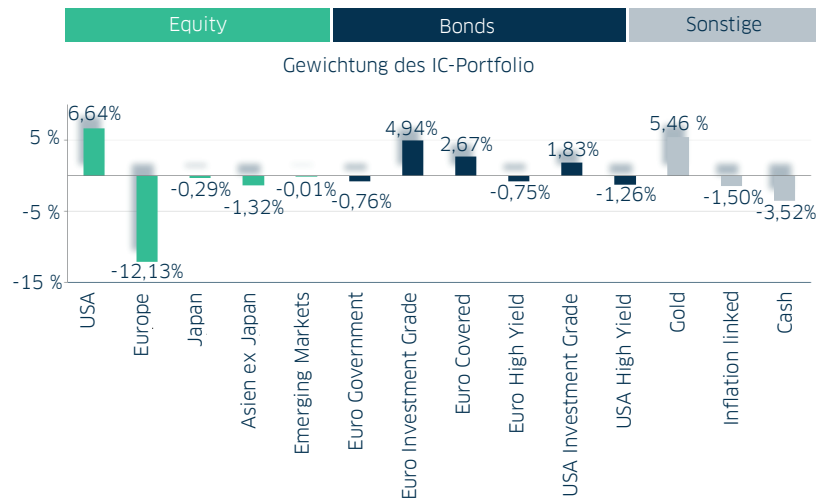


Quelle: Eigenen Berechnungen

Dementsprechend ergibt sich das Modellportfolio des Investmentkomitees und die resultierende Risikozerlegung in Abbildung 6 und Abbildung 7. Zusätzlich setzen wir auf ein Untergewicht in High Yield (USA und Europa), da wir die IG Spreads für gegenwärtig attraktive erhalten. Ergänzt wir dies durch unsere Goldposition die weiterhin als Tailhedge fungiert.

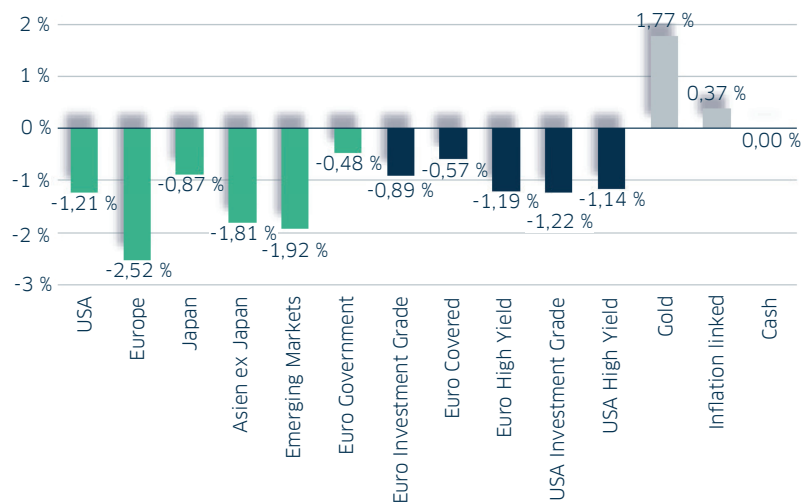
Das größte Potential für überraschende Verluste auf der Aktienseite hat der Russland/Ukraine Konflikt und sein ungeklärtes Endspiel. Gegenwärtig hat die militärische Auseinandersetzung nur eine geringe Auswirkung auf die Märkte. Was in der Ukraine passiert, bleibt weitgehend in der Ukraine. Allerdings sind die Gefahren einer nuklearen Eskalation real. Als die Welt vor 60 Jahren vor einem Atomwaffeneinsatz stand, hat die Sowjetunion zurückgezogen und ihr Gesicht verloren. Das hat Khrushchev den Job gekostet. Putin wird das wissen.

Abbildung 6 – Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 27.04.2022

Abbildung 7 –Marginal Contribution to Risk (MCTR)



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 27.04.2022

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 konkrete Anlagemöglichkeiten 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:

09.05.2022