



LB BW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für Juni

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

09. Juni 2022 | Ausgabe 4/2022

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

Wer immer nur auf die monatliche Depotübersicht schaut, der hat in diesem Monat viel verpasst. In Summe war der S&P 500 unbewegt, allerdings bei episch hoher realisierter Volatilität. Sowohl Diskontfaktor (Inflation und Zinsen) als auch Cash-Flows (Wachstumssorgen) standen abwechselnd im Focus. Meine vier Top Ereignisse des Monats sind (1) die erste 50 Basispunkte Erhöhung der FED seit mehr als 20 Jahren, (2) Rekordinflation in Europa und USA, (3) Wachstumssorgen ausgelöst durch schlechte Zahlen bei Walmart/Target (Joe Average gibt kein Geld mehr aus) und (4) der Crash in der Crypro Feeder Coins (Terra/Luna). Dagegen spielt der Krieg in

der Ukraine nur noch indirekt eine Rolle für die Märkte. Auffällig war zudem, dass deutlich bessere Abschneiden der europäischen Aktienmärkte gegenüber der US Märkte. Das energischere Vorgehen der FED, mit einem starken USD, setzte die hochkapitalisierten US-Wachstumswerte, trotz insgesamt positiv verlaufener Berichtssaison, weiter unter Druck, während die europäischen Aktien unterm Strich stabil lagen. Die Zinsmärkte erreichten in der ersten Mai-Woche, einige Tage nach der FED Zinserhöhung auf 1%, ihren Höhepunkt. Auch sind die Preise der Rohstoffe in den letzten Wochen vielfach zurückgekommen. So gab beispielsweise Kupfer, was häufig als Indikator zur Wirtschaftsnachfrage fungiert, vom Hoch bereits 13% nach. Das Lockdown-bedingt schwächere Wachstum der chinesischen Wirtschaft, mit rekordverdächtigen Rückgängen in der Industrieproduktion, war hier ein wesentlicher Einflussfaktor. Der Ölpreis wiederum stieg den sechsten Monat in Folge an, nachdem sich die EU-Staaten auf ein Ölembargo einigen konnten. Am Kryptomarkt sorgte der Crash der Währung Terra mit ihrem Luna-Coin und dem angebundenen Stable-Coin „UST“ für einen herben Rückschlag der Asset Klasse. Die Krypto-Währung, die sich vor allem in Asien einer hohen Beliebtheit erfreute, verfügt über 1:1 Anbindung an den USD. Zu Beginn verlor der so genannte Stable-Coin nur leicht und unterschritt ab einem gewissen Punkt den Gegenwert von einem USD. Dies setzte eine Abwärtsspirale in Gang, welche sich durch Leerverkäufe schnell beschleunigte. Während Großinvestoren Kapital abzogen, nutzten Kleinanleger zu Beginn des Crashes die Chance für Nachkäufe. Doch die Abflüsse konnten nicht ausgeglichen werden. Am Ende verlor die Währung über 38 Mrd. USD an Wert, was vor allem vor dem Hintergrund der angepriesenen Sicherheit durch die Kopplung an den USD, viele Kleinanleger traf. Der Bitcoin gab als eine der bekanntesten Krypto-Währungen in dieser Gemengelage ebenfalls nach und verlor im Mai -17,08% an Wert.

Europa trägt durch die scharfen Sanktionen und den resultierenden starken Anstieg der Importkosten in Verbindung mit der Angebotsverknappung die Hauptanpassungskosten, was hier die Wahrscheinlichkeit für eine handfeste Stagflation / Rezession erhöht, auch wenn das Zinsniveau niedriger ist. Der Aktienmarkt zeigte sich in diesem Umfeld uneinheitlich. Während der DAX im Monatsverlauf um 2,06% auf 14.388 Punkte zulegen konnte, schlossen die europäischen Standardwerte beinahe unverändert mit -0,36% bei 3.789 Punkten. Nach sieben aufeinander folgenden Verlustwochen konnte der breite US-Aktienmarkt in der letzten Mai Woche im Plus schließen (+6,6%). Auf Monatssicht schloss der Index fast unverändert mit +0,01%. Die Technologiewerte zeigten sich deutlich volatiler. Während in den ersten Tagen des Monats Kursgewinne von +5,3% in den Büchern standen, mussten sie diese später wieder abgeben. Trotz eines handfesten Zinsrückgangs in den USA neigten die Tech-Werte zur Schwäche und schlossen bei -1,65%. Dass es zu einem grundsätzlichen Korrelationsbruch zwischen Zinsen und Technologiewerten kommt, ist derzeit nicht abzusehen. Vielmehr schlagen aktuell Konjunkturdaten und schwächere Wachstumsraten auf die Kurse durch. Die Anzahl der Technologieaktien, die unter der 200 Tageslinie notieren, liegt bei 87%. Dies waren historische Wendepunkte für den Kursverlauf des Index.

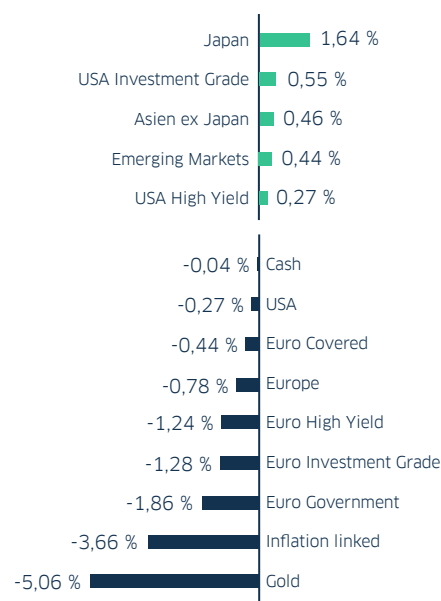
Die im Mai veröffentlichten Zahlen zum US Einzelhandel sind besser als erwartet ausgefallen. Die Nachrichten rund um die Konsumausgaben der amerikanischen Bürger sind durchgewachsen. So erhöhte beispielsweise Macy's seine Gewinnaussichten für das laufende Jahr, was vom Markt positiv aufgenommen wurde. Kurz zuvor veröffentlichte Walmart aktuelle Zahlen, welche ein ganz anderes Bild malten. Der Gewinneinbruch von über 25% im abgelaufenen Quartal kam bei den Anlegern nicht gut an. Zudem wurde der Ausblick für das laufende Jahr deutlich revidiert. Walmart spricht eine Kundengruppe an, welche sehr preissensibel ist. Die Weitergabe von erhöhten Fracht- und Logistikkosten ist nur schwer durch Preiserhöhungen an den Endverbraucher weiterzugeben. Ein ähnliches Bild zeigte sich bei Target, welches unter einem enormen Kostendruck leidet. So wurden beispielsweise im ersten Quartal des Jahres 1 Mrd. USD mehr für Transport und Energie ausgegeben. Die Kreditkartenumsätze, die als Indikator für das Konsumentenvertrauen fungieren, zeigten sich im abgelaufenen Monat noch stabil. Es ist lediglich eine Rotation innerhalb der Sektoren zu erkennen. Die Verschuldung der US-Haushalte ist im Vergleich zu historischen Krisen, wie beispielsweise der Finanzkrise, sehr niedrig. Der durch Staatshilfen in den letzten Monaten stark unterstützte amerikanische Konsum könnte demnach im laufenden Jahr noch deutlich an Dynamik verlieren und Stagflationsrisiken im Einzelhandel manifestieren.

Das Aktien-Sentiment befindet sich noch immer in einem sehr negativen Bereich und die Put-Call-Ratio notiert bei 1,1, was einen seltenen Wert darstellt. Grundsätzlich spricht technisch einiges für eine kurzfristige Gegenbewegung am Aktienmarkt. Solche Bärenmarktrallies sind jedoch schwer zu timen. Der Fokus der Investition sollte demnach auf Unternehmen liegen, die über den Zyklus hinweg ihre Marge verdienen und positive Cashflows zeigen.

Die Volatilitäten sind insgesamt eher niedrig. Dies stellt Möglichkeiten dar, Volatilität zu kaufen. Dies kann entweder zu Absicherungszwecken erfolgen (Long Put) oder als „Upside-Hedge“ in Form eines Long-Calls, um ein defensives Portfolio dennoch an einer möglichen Zwischenerholung partizipieren lassen zu können. Der Verkauf von Volatilität erscheint erst wieder bei Werten von über 30% interessant.

In den letzten Tagen des Monats wurden aktuelle Inflationszahlen veröffentlicht. Während die deutsche Inflationsrate auf 7,9% (e7,6%) anstieg, hat sich die Teuerungsrate in der Eurozone auf 8,1% (e7,8%) nach oben geschraubt. Ein großer Treiber sind die Energiemärkte, welche sich im YoY-Vergleich um 39,2% erhöhten. Der Inflationspeak ist demnach in der EU noch nicht erfolgt und wird vermutlich erst gegen Ende des Jahres erreicht werden. Mit dem Gefühl, dass die EZB „behind the curve“ ist, wird vom Markt mittlerweile ein Zinsniveau von 1,20% zum Jahresende eingepreist. Dies entspricht Zins-schritten in jedem der kommenden EZB-Meetings. Nach den jüngsten Äußerungen ist von Seiten der EZB ein Zinsschritt um 50Bp im Juli nicht mehr ganz so unwahrscheinlich wie das vor wenigen Wochen noch schien. Zudem endet das Kaufprogramm APP Ende Juni, was den Weg für Zinserhöhungen im Juli freimachen wird. Der europäische Rentenmarkt reagierte mit weiter steigenden Zinsen. Gemessen an der 10-Jahres-Rendite der deutschen Staatsanleihe stieg die Rendite von 0,94% auf 1,12%. Das kurze Ende der Zinskurve scheint derzeit fair bewertet zu sein. Der viel beachtete BTP- / Bund-Spread stieg im Monatsverlauf von 183bp auf 199bp an und notierte zwischenzeitlich bei über 200bp.

Performance ausgewählter Asset Klassen seit dem letzten IC



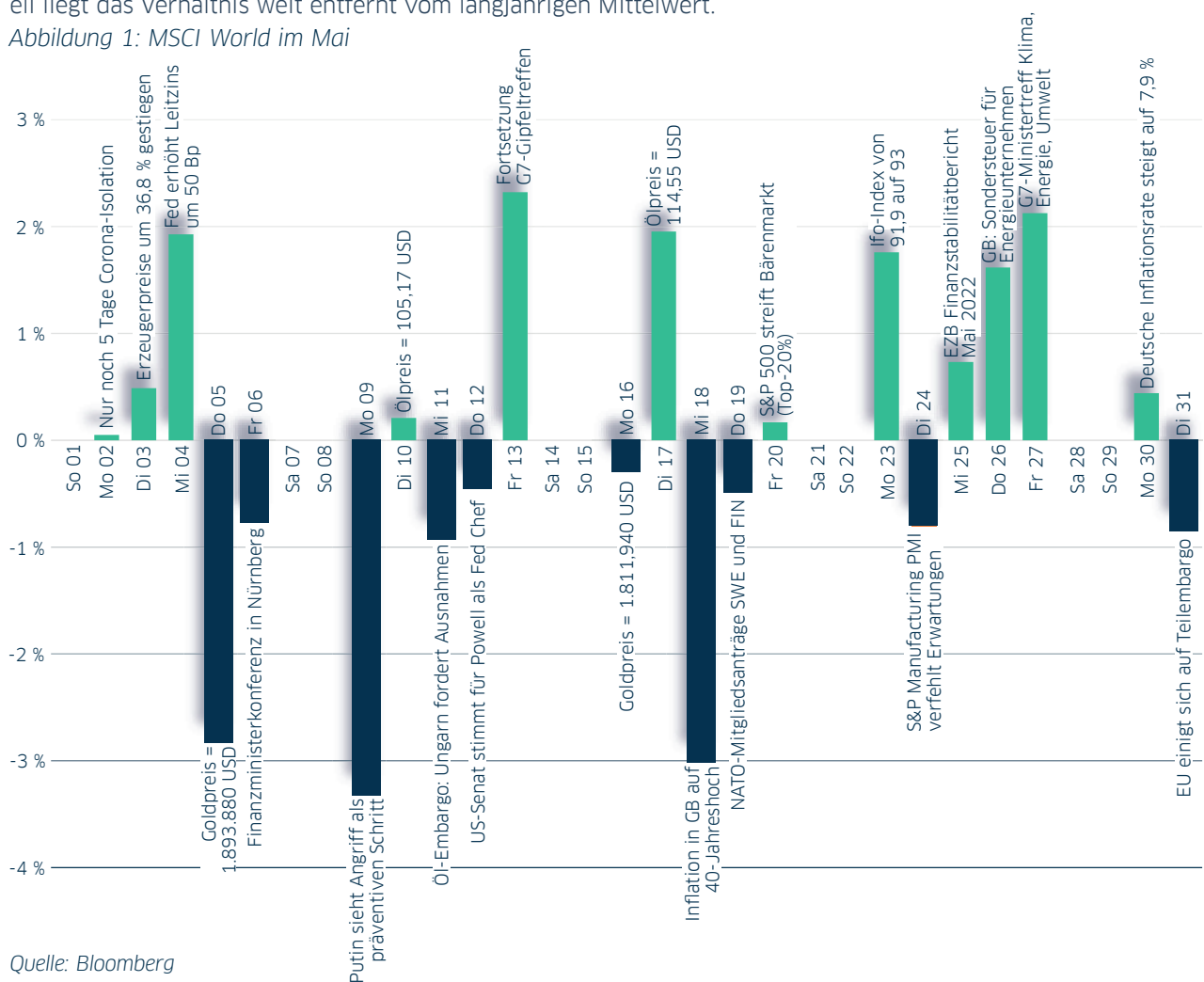
Quelle: Bloomberg

Die Fed erhöhte zum ersten Mal seit über 20 Jahren den Leitzins in einem Schritt um 0,50%. Über einen langen Zeitraum hinweg wurde die Inflation in den USA heruntergespielt und als „transitory“ bezeichnet. Aus einer vorübergehend leicht erhöhten Inflation folgten stetig neue Hochs und Revisionen, bis sich Jerome Powell eingestehen musste, dass die Fed mit ihren Prognosen falsch lag und zu lange zögerte. Zur Aufrechterhaltung der Glaubwürdigkeit bleibt den Währungshütern neben einer „hawkishen“ Rhetorik nichts Anderes übrig, als an der Zinsschraube zu drehen und sich damit in ein gefährliches Umfeld zu manövrieren. Ein deutlicher Rückgang der wirtschaftlichen Nachfrage wird hierbei bewusst in Kauf genommen. Zudem ist das Thema Inflation mittlerweile auf der politischen Ebene angekommen. Die Inflationsraten belasten vor allem einkommensschwächere Schichten. Die Stimmung kann auf die anstehenden Midterm-Wahlen im Herbst Einfluss nehmen und damit direkt auf die derzeitige Regierung um Präsident Biden. Somit ist es möglich, dass die Fed die „Mainstreet“ der „Wall-Street“ vorerst vorzieht. Aus dem Protokoll des FOMC vom Mai geht hervor, dass die Fed beabsichtigt die Zinsen soweit anzuheben, bis die Inflation durch eine Schwächung der Nachfrage deutlich gebremst wird. Dass die steigenden Zinsen in Kombination mit den stark gestiegenen Inflationsraten früher oder später das Wachstum bremsen werden, ist wahrscheinlich. Sobald rezessive Tendenzen deutlicher werden, ist ein erneuter U-Turn der Notenbanken nicht auszuschließen. Bis zur FED-Kapitulation dürften Risikoanlagen verwundbar und der USD tendenziell positiv beeinflusst bleiben. Die sich derzeit abzeichnende Inflationsspitze könnte jedoch zu einer temporären Beruhigung an den Anleihe- und Aktienmärkten beitragen. Die 10-Jahresrenditen der US-Treasuries lagen in der ersten Maiwoche im Hoch bei 3,12%, um im weiteren Verlauf auf 2,84% zurückzugehen. Die Zinskurve 2Y/10Y tendierte im Mai etwas steiler, während die Inflationserwartungen auf Sicht von 10 Jahre von über 3% auf 2,65% zurückgingen. Der EUR gab zum USD im Mai auf bis zu 1,03 EUR/USD nach. Zum Monatsende notierte das Währungspaar bei 1,07 EUR/USD. Positiv für Balanced-Mandate war, dass die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen wieder zurückkam, was den Diversifikationseffekt verbesserte.

An den Creditmärkten hat sich das Renditelevel weiter nach oben verschoben. Im 5-Jahresvergleich liegen Investmentgrade Renditen bei 2,23%. Der langfristige Durchschnitt, auf Sicht von 22 Jahren, liegt bei ca. 2,9%. Es ist jedoch fraglich, ob der Creditmarkt kurzfristig an diese Levels anknüpfen kann. Der Asset Swap Spread zum Bund kam nach einem Hoch bei ca. 88bp Mitte Mai wieder etwas zurück und notiert wieder bei 73bp. Diese Levels sind noch immer interessant, um swap-gepreiste Produkte zu erwerben. Auch High Yield-Anleihen zeigten einen kräftigen Renditeanstieg. Unternehmen mit niedrigen Ratings haben sich überdurchschnittlich schlecht entwickelt. Die Angst vor einer Rezession schlägt sich deutlich nieder. Im HY-Segment sollte selektiv angelegt werden. Bessere BB-Ratings sollten bevorzugt werden. Hybrid-Anleihen haben ebenfalls nachgegeben (YtD -10%). Auf diesem Niveau könnte sich eine Stabilisierung einstellen, da der Abstand zu Senior-Anleihen an einer markanten Marke angekommen ist. IG Hybrids mit Laufzeiten von 5 bis 6 Jahren zeigen Renditen von 5% bis 6%. Dies sind attraktive Levels mit interessanten Chance- / Risikoverhältnissen. Falls möglich sollten Hybrid-Anleihen vor HY-Anleihen bevorzugt werden.

Nach langem und zähem Ringen haben sich die Regierungen der 27 Mitgliedsstaaten der Europäischen Union nun doch auf ein neues Sanktionspaket einigen können, das unter anderem eine deutliche Reduzierung der russischen Öllieferungen vorsieht. Konkret heißt dies, dass bereits ab Mitte des Jahres alle Importe per Schiff über den Seeweg gestoppt werden sollen. Bezüge über Pipelines sind auch künftig erlaubt, um unter anderem Ungarn weiterhin die Möglichkeit zu geben, sich über Russland versorgen zu können. Somit dürften die russischen Öllieferungen in die EU spätestens ab Beginn des nächsten Jahres um rund 90% reduziert werden, was einer Menge von gut zwei Millionen Barrel pro Tag entspricht. Brent stieg im Monatsverlauf um 14,65% auf 122,84 USD an, während WTI um 9,53% auf 114,67 USD anstieg und so auf das Embargo mit Preissteigerungen reagierte. Gold musste im Umfeld steigender Realrenditen nachgeben und verlor im Mai -3,14%, um zum Monatsende bei 1837,35 USD pro Feinunze zu schließen. Laut den letzten CFTC-Daten befinden sich die Future-Positionen bei Silber und bei Platin in einer Netto-Short-Position. Dementsprechend gibt es hier auch Aufholpotential, was den Edelmetallen neben der weiter steigenden Inflation Auftrieb geben könnte. Zudem besteht charttechnisch die Chance auf eine Erholung, die den Kurs von Gold auf bis zu 2.000 USD laufen lassen könnte. Auswertungen aus historischen Hochinflationszeiten zeigen, dass eine Rohstoffbeimischung einen positiven Diversifikationseffekt zeigt und die Investition in Aktien nicht das Allheilmittel darstellt. Im Verhältnis zu Aktien sind Rohstoffe noch immer günstig bewertet. Aktuell liegt das Verhältnis weit entfernt vom langjährigen Mittelwert.

Abbildung 1: MSCI World im Mai

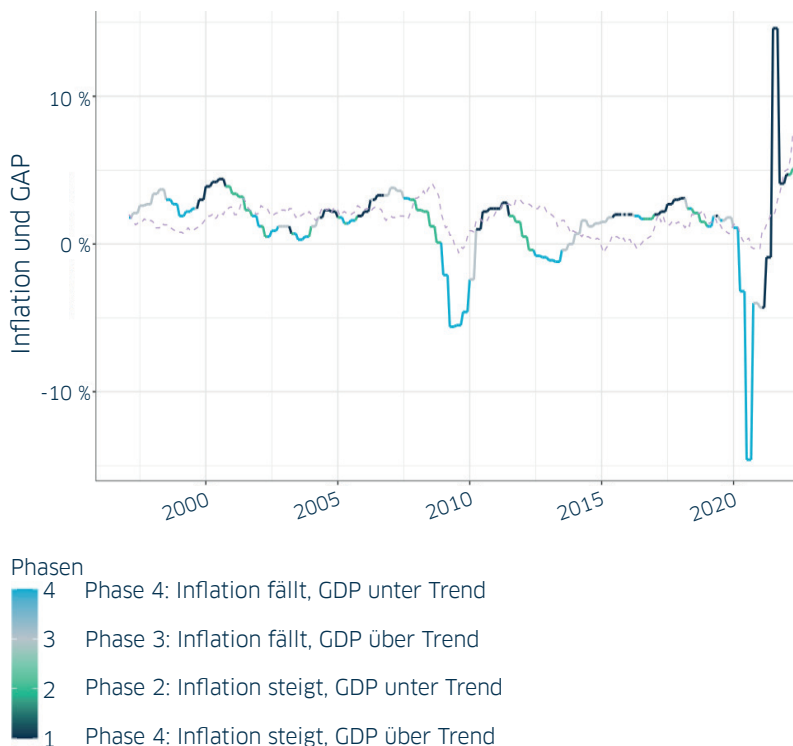


Quelle: Bloomberg

Positionierung

Die ersten fünf Monate des Jahres 2022 waren für Aktien der schlechteste Jahresauftakt überhaupt. Das ist für mich Anlass genug, etwas zu pausieren und die ökonomische Situation in einen kapitalmarkt-theoretischen Zusammenhang zu bringen. In der ökonomischen Analyse kurzfristiger Gleichgewichte greift der Makroökonom auf Modelle von aggregierter Nachfrage (AD) und aggregiertem Angebot (AS) zurück. Verschiebungen in AS- und AD-Kurven führen zu Veränderungen kurzfristig gleichgewichtiger Inflation und Abweichungen vom Potentialoutput. Es liegt daher nahe, die Welt in Regime einzuteilen, die Verschiebungen von AS- und AD-Kurven entsprechen. Die Renditen in Zeiten positiven Wachstums (positives Wachstum bei unterdurchschnittlicher Inflation) unterscheiden sich vom inflationären Wachstum (positives Wachstum bei überdurchschnittlicher Inflation) oder gar Stagflation (negatives Wachstum bei überdurchschnittlicher Inflation). In Abbildung 2 werden die einzelnen Phasen identifiziert, während in Abbildung 3 die entsprechenden Regimerenditen gezeigt werden.

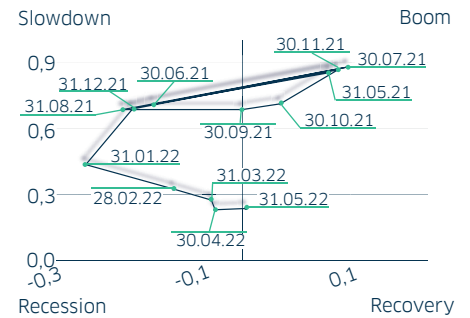
Abbildung 2: Ökonomische Regime*



Quelle/Erläuterung: Eigene Berechnung/Daten Bloomberg

* Einteilung der GDP-Historie in 4 Phasen unter Berücksichtigung der Inflation. Zeitraum 01/1997-04/22; Inflations- und GDP-Phasen via Moving Averages

Abbildung 6: 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. Performance ausgewählter Asset Klassen in unterschiedlichen Regimen*

	Phase 1		Phase 2		Phase 3		Phase 4	
	Return	Vola	Return	Vola	Return	Vola	Return	Vola
Equity	13,1 %	11,8 %	-12,7 %	15,2 %	13,9 %	14,1 %	9,2 %	17,9 %
Governments	-0,5 %	3,6 %	-0,5 %	4,6 %	5,5 %	3,4 %	5,5 %	4,0 %
Corporates	0,8 %	2,5 %	-1,9 %	4,3 %	3,7 %	2,6 %	6,1 %	4,4 %
Commodities	13,2 %	19,9 %	4,1 %	24,9 %	-7,3 %	15,4 %	-9,8 %	25,9 %
Oil WTI	22,0 %	26,3 %	10,5 %	30,1 %	-8,9 %	21,5 %	-2,8 %	51,9 %

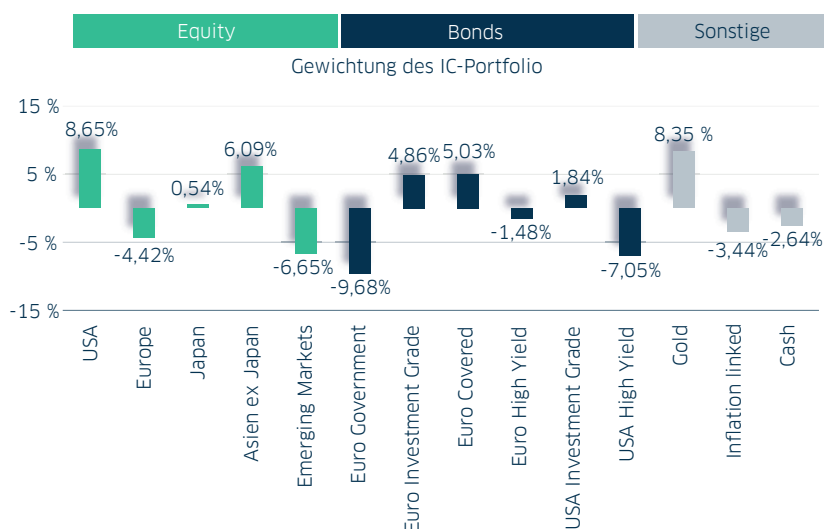
Quelle: Eigene Berechnung / Daten Bloomberg

*Alle Werte annualisiert für den Zeitraum 01/1997-04/2022; Assetklasse-Performance entspricht der Risikoprämie

Gegenwärtig befindet sich der Markt in Regime 2. Unser vorausschauender Business-Cycle (Abbildung 6) hat sich stark abgeschwächt. Anlagen mit positivem Aktienbeta (Aktien und Credit) sind unattraktiv (-12.9% für Aktien und -1.9% für Unternehmensanleihen) und die Inflation in Verbindung mit steigenden Zinsen reduzieren das Vermögen von Renteninvestoren. Einziger Ort sich im Markt zu verstecken bieten die Rohstoffmärkte. Erst wenn die Inflation dreht, (Regime 4) wird sich die Performance spiegelbildlich umkehren. Auf eine Sicht von 6-12 Monaten liefert diese Sichtweise realistische Allokationsempfehlungen. Sie ist daher die Basis unserer mittelfristigen Anlagestrategie. Kurzfristig sind Abweichungen vom idealtypischen Verhalten denkbar. Dies ist dann die Aufgabe der taktischen Asset Allokation mit typischerweise höherer (monatlicher) Entscheidungsfrequenz.

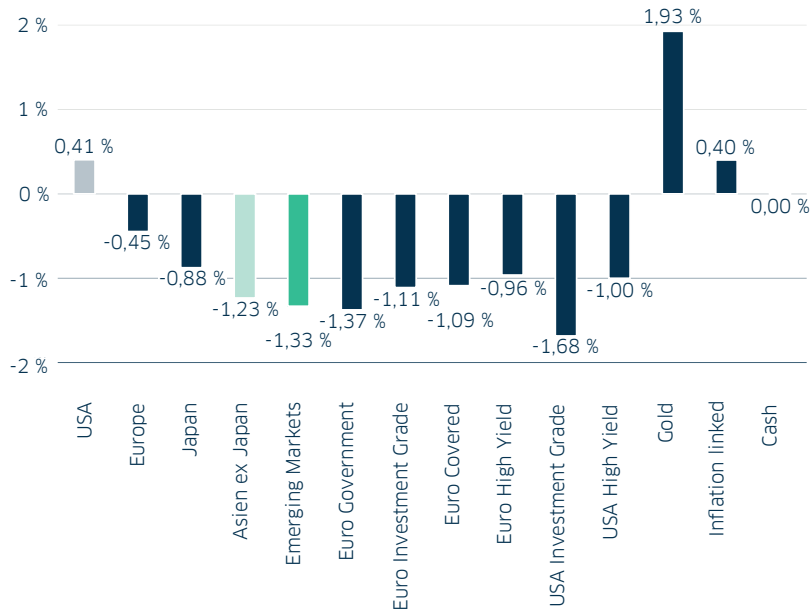
Wie eben abgeleitet, befinden wir uns in einem Bärenmarkt (siehe auch unser kleines Modell aus der Mai-Ausgabe des taktischen CIO). Bärenmarktrallies sind verführerisch, aber schwer vorherzusagen. Selbst wenn der richtige Einstiegszeitpunkt gewählt wurde, bedarf es immer einer zweiten richtigen Entscheidung. Zudem werden Bärenmarktrallies der Fed nicht gefallen und sähen damit gleichzeitig ihren eigenen Untergang. Die US-Notenbank will explizit restriktivere Finanzmarktbedingungen. Fallende Vermögenswerte sind willkommen, wenn sie Nachfrage vernichten. Wir verzichten daher auf direktionale Wetten und gehen mit einer weitgehend neutralen Allokation in den Juni. Die Gesamtschau unserer Positionen befindet sich in Abbildung 4., die Risikozerlegung in Abbildung 5.

Abbildung 4: Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 25.05.2022

Abbildung 5: Marginal Contribution to Risk (MCTR)



Quelle/Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 25.05.2022

Wir gewichten USA versus Europa und Asien ex Japan versus Emerging Markets. Der US-Aktienmarkt hat sich in Krisenzeiten statistisch bewährt (auch über den Dollar der durch starke Zentralbank und ein starkes Militär geschützt wird). China (50% im MSCI EM) dagegen sehen wir nachhaltig durch restriktive COVID-Politik und die Notwendig der Entschärfung der Kreditblase gehandicapped. Dem kleinen Übergewicht in Aktien steht ein hohes Untergewicht in US High-Yield gegenüber. Unsere Nettoposition ist daher neutral. Entsprechend unserer Sicht auf langfristig steigender Zinsen haben wir Staatsanleihen untergewichtet, nehmen aber die positive Zusatzrendite aus den Swap-Spread nahen Covered-Bonds mit. Gold bleibt auch diesen Monat ein strategisches Übergewicht, wobei wir die Realzinssensitivität der Position durch eine kleine Short-Position in inflationsgebundenen Anleihen reduzieren.

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:

09.06.2022