



LB BW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für August

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

10. August 2022 | Ausgabe 8/2022

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

Der Start in das zweite Halbjahr 2022 zeigte sich erneut sehr volatil und ließ den ein oder anderen Investor ratlos zurück. Während die Aktienmärkte trotz steigender Rezessionssorgen eine Erholung starteten, haben die weltweiten Benchmark-Renditen wieder in den Rückwärtsgang geschaltet und die Anleihen erholten sich.

Die USA befinden sich nach dem zweiten negativen BIP in Folge in einer technischen Rezession. Der immer deutlicher werdenden Eintrübung der konjunkturellen Perspektiven zum Trotz bleiben die Notenbanken vorerst auf Straffungskurs. Die US-FED erhöhte ihre Leitzinsen im Juli um weitere 75BP auf 2,5%. Die EZB begann im Juli ihren Straffungszyklus mit der ersten Zinserhöhung seit 11 Jahren. Mit 50BP beendete sie damit die seit 2014 andauernde

Phase negativer Leitzinsen und erhöhte die Zinsen stärker als vom Konsens erwartet. Zudem stellte die EZB in groben Zügen das neue Anti-Fragmentierungsinstrument, kurz TPI, im Rahmen der Pressekonferenz vor. Auf die genaue Ausgestaltung wurde jedoch nicht im Detail eingegangen. Fallende Renditen in Kombination mit weitgehend positiv aufgenommenen Unternehmensberichten leiteten zeitgleich auch eine Stabilisierungsphase der Aktienmärkte ein. In der drohenden Energiekrise wurde die kurzfristige Erleichterung nach einem direkten Wiederanlaufen der Gaslieferungen durch Nord Stream I nach der planmäßigen Wartung der Pipeline schnell zerschlagen. Kurz nach Wiederaufnahme des Betriebs wurde das Volumen der Gaslieferungen in Richtung Europa durch den russischen Versorger auf 20% der möglichen Kapazität gedrosselt. Die Preise reagierten und notieren mittlerweile zeitweise über 1.000% höher als zu Beginn des Jahres 2021, was Einfluss auf die Inflationsraten hat. Es wird immer deutlicher, dass die gestiegenen Zinsen in Kombination mit den stark gestiegenen Teuerungsraten das Wachstum deutlich bremsen werden. Die in den vergangenen Wochen veröffentlichten Frühindikatoren deuten für die deutsche und die europäische Wirtschaft auf einen Wachstumseinbruch hin. Ungeachtet dessen muss damit gerechnet werden, dass Risikoanlagen zumindest bis zu einer tatsächlichen Kapitulation der FED verwundbar und der USD tendenziell unterstützt bleiben.

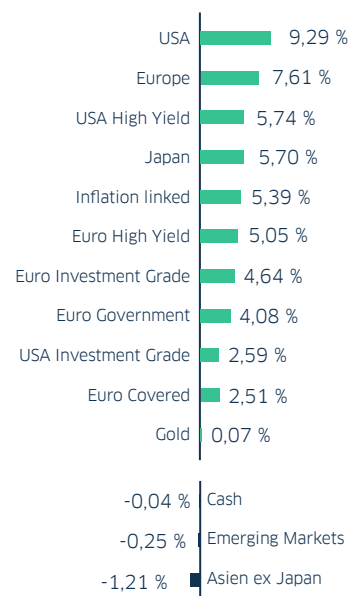
Die Aktienmärkte profitierten im Juli von rückläufigen Renditen an den Anleihemärkten und Aussagen der Fed, ihre Forward Guidance aufzugeben und datenabhängig von Meeting zu Meeting Entscheidungen zu treffen. Dies führte zu Hoffnungen, dass der Straffungszyklus doch früher als bisher erwartet auslaufen könnte. Zudem verläuft die Berichtssaison etwas besser als erwartet, was die Umsatzveröffentlichungen aber auch die Gewinne angeht. Die Forward-EPS auf Sicht von 12 Monate geben mittlerweile jedoch nach und die Analysten passen ihre Guidance nach unten an. Die derzeitige Bear-Market-Rally führte mit einigen Ausnahmen weltweit zu steigenden Indexkursen. Zudem befindet sich der Aktienmarkt derzeit in einer günstigen saisonalen Situation. Ausgehend vom US-Präsidentenzyklus bleiben die Bedingungen bis ca. Ende August positiv. Danach gab es in ähnlichen Jahren wieder Abgaben. Der DAX beendete den Juli mit einem Plus von 5,48% bei 13.484,05 Punkten. Der breite europäische Markt profitierte nochmals mehr und gewann im Monatsverlauf 7,47% hinzu. In den USA konnte der Technologiesektor besser abschneiden als der breite Markt. Die Technologiewerte, welche durch ihren Wachstumscharakter besonders von den fallenden Zinsen profitieren konnten, verzeichneten im Monatsverlauf einen Zuwachs von 12,60%. Der breite US-Markt konnte lediglich um 9,22% zulegen. In Japan konnten ebenfalls Kursgewinne verzeichnet werden und der breite Index stieg um 5,34% an. Die Aktienmärkte in China und Hong Kong konnten den guten Vorgaben nicht folgen und gaben im Juli mit -7,02% bzw. -7,79% deutlich nach. Nichts destotrotz könnte China wegen den anlaufenden Konjunkturprogrammen zum relativen Outperformer werden. Zudem ist erstmals wieder ein Geldmengenwachstum zu beobachten, was die Wirkung der Stimuli unterstreicht. Die politischen Spannungen zwischen der Volksrepublik, Taiwan und den USA sollten jedoch in die Entscheidungsfindung einbezogen werden, da diese Volatilitätserhöhend wirken könnten. Das Aktiensentiment befindet sich nach wie vor im negativen Bereich, auch wenn die kürzliche Rally für eine leichte Erholung sorgte. Die Cash-Bestände der internationalen Asset Manager liegen laut Umfragen weiterhin auf Rekordwerten, die seit der Jahrtausendwende nicht zu sehen waren. Damit es zu einer

länger anhaltenden Erholungsphase kommen kann, müsste sich das Makroumfeld deutlich ändern. Auch wenn die Termstructure und die Skew bei der Aktienvolatilität etwas zurückging, ist der absolute Wert weiterhin günstig, um Volatilität zu kaufen. Dies kann als Down-Side- bzw. als Upside-Hedge mit Puts bzw. Calls umgesetzt werden. Der Verkauf von Volatilität erscheint bis auf einige Ausnahmen bei Einzeltiteln weniger attraktiv.

Unterdessen gehen die Erwartungen zu dem wahrscheinlichen Ausmaß der Zinsanhebungen auf beiden Seiten des Atlantiks deutlich zurück. Dies führte am Rentenmarkt zu kräftigen Renditerückgängen. Die 10-Jahre US-Rendite lag zum Monatsende nur noch bei 2,64%, die 10-Jahres-Bundrendite bei lediglich 0,81%. Damit liegen die Renditen für US-Treasuries und Bunds weit unterhalb der Hochstände, welche Mitte Juni erreicht wurden. Insgesamt lässt sich ein veränderndes Narrativ weg von Inflations Sorgen, hin zu Rezessions Sorgen am Markt feststellen. Diese Rezessionsängste überlagern das sich weiter nach oben verschiebende Inflationsprofil. Dies wird durch eine inverse US-Zinskurve, bspw. 2Y / 10Y, bestätigt, welche auf Niveaus aus dem Jahr 2000 liegt. Der US Arbeitsmarkt schwächt sich moderat ab, wobei die Arbeitslosenquote auf 3,5% zurückging. Die USA befinden sich nun in einer technischen Rezession mit zwei aufeinanderfolgenden negativen Quartalen. Jerome Powell spielt die Rezessionserwartungen jedoch weiterhin runter, um die Konsumenten nicht weiter zu verunsichern. Die Neuwahlen in Italien, im kommenden September, werden die Volatilität weiter erhöhen. Die Wahlen werden Auswirkungen auf die Distribution von ca. 200 Mrd. Euro aus dem EU Stabilisierungsfonds haben. Aktuell befindet sich die Verzinsung von italienischen Bonds noch auf moderaten Niveaus und zeigen keinen übermäßigen Stress an. Der Markt bezweifelt, dass die Zentralbanken ein „Soft landing“ erreichen können. Die deutsche Inflation ging im Juli leicht zurück, was auf Sondereffekte wie bspw. den Tankrabbat oder das 9-Euro-Ticket zurückzuführen ist. Wie nachhaltig diese Bewegung ist, wird sich in den kommenden Monaten zeigen. Die steigenden Energiekosten sowie Fortschritte in den Lohnabschlüssen könnten zu Zweitrundeneffekten führen und so die Inflation weiter antreiben. Die marktbasierte Inflation erscheint im aktuellen Umfeld sehr günstig. So wird in den USA derzeit ein Inflationsprofil eingepreist, das den Werten von vor einem Jahr entspricht.

Während im Juni im Creditsegment eine gewisse Kapitulation zu beobachten war, erholten sich die Anleihen im Juli deutlich von ihren Tiefständen. Die IG Spreads haben sich eingeengt und gingen von ca. 118BP auf 100BP zurück. Im europäischen HY-Segment gingen die Spreads ebenfalls zurück und notierten zum Monatsende bei 509BP (-70BP im Juli). Die Bewegung erfolgte jedoch nicht breit über alle Sektoren hinweg. Der Abstand zwischen zyklischen und nicht zyklischen Sektoren ist deutlich angestiegen. Deutsche und europäische Industrials, Consumer Staples und Luxusmarken haben massiv outperformt. Bei vermeintlich sicheren Kandidaten, wie bspw. Versorger, kommen vermehrt Zweifel auf. Der Markt preist hier vermehrt Rezessionsrisiken ein. Insgesamt lässt sich beobachten, dass die Kreditaufnahmen der Unternehmen, vor allem im kurzfristigen Laufzeitband, weiter zunimmt. Primär handelt es sich um die Verbesserung der kurzfristigen Liquidität. Die Differenz zwischen BBB- und A-Bonds zeigen eine starke Ausweitung. A-Bonds sind über das ganze Laufzeitenband stark gelaufen. Das BBB-Segment erscheint aktuell sehr günstig und somit als Opportunität. Insgesamt lässt sich festhalten, dass das Chance- / Risikoverhältnis von IG Credits derzeit

Abbildung 1: Performance Asset Klassen im vergangenen Monat



Quelle: Bloomberg

besser ist als bei Staatsanleihen. Im HY-Segment sollte der Anleger weiterhin Vorsicht walten lassen. Der Markt wird vorerst schwierig bleiben und eine erhöhte Volatilität aufweisen. Bei der Auswahl von Bonds muss besonderer Wert auf die Qualität gelegt werden. Das aktuelle Niveau kann für Gewinnmitnahmen genutzt werden. Die Asset Swap Spreads zum Bund stiegen auf bereits erhöhtem Niveau weiter an und erreichten im Juli ein Hoch bei 88,75. Diese Entwicklung lässt Swap-gepreiste Produkte wie bspw. Pfandbriefe weiterhin attraktiv erscheinen, auch wenn die Produkte durch die Zinsbewegung bereits Kursgewinne verzeichnen konnten.

Der Goldpreis je Feinunze fällt im Juli um 2,46% auf 1.765,94 USD. Die Rohölpreise gingen mit +0,90% (Brent) bzw. -6,75% bei (WTI) aus dem Monat. Die Strompreise für eine Lieferung im kommenden Jahr ziehen bereits deutlich an und liegen weit über dem Durchschnitt der vergangenen 10 Jahre. Der Dollar Index konnte im Monatsverlauf zum Basket, bestehenden aus verschiedenen Währungen, leicht hinzugewinnen. Im Vergleich zum Euro konnte der Dollar von 1,0484 auf 1,0220 aufwerten.

Abbildung 2 – MSCI World im Juli

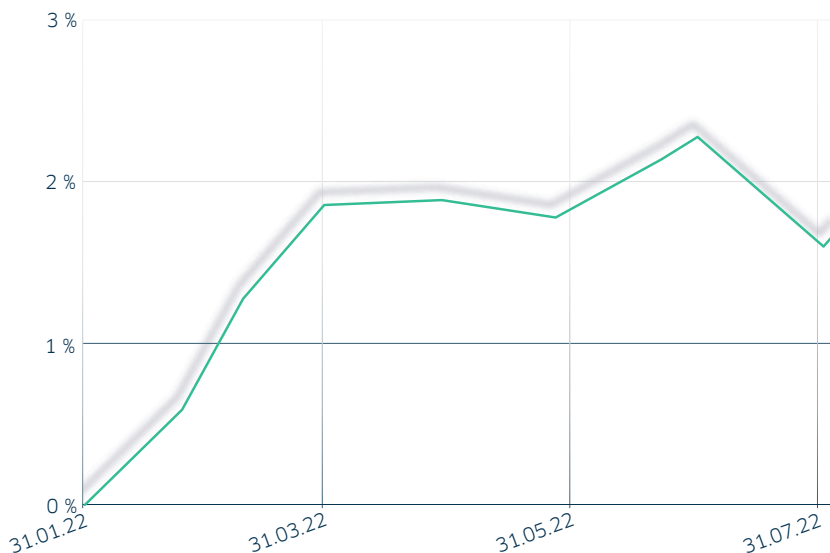


Quelle: Bloomberg

Positionierung

Überraschung, Überraschung. Ohne 3 (Drahgi, Johnson, Shinzo Abe) aber mit technischer Rezession in den USA und weiterhin hohen Inflationsraten (US CPI über 9% auf dem höchsten Wert seit 1981) gelingt den Aktienmärkten ein unerwartet positiver sowie ungewöhnlich starker Juli (plus 10% in den USA seit dem letzten Investmentkomitee). War das eine Bärenmarktrally, unterstützt durch geringe Liquidität und ein ausgebombtes Sentiment, oder das Ende des Bärenmarkts (Konjunktur ist stark genug um den Zinsanstieg zu verkraften und gleichzeitig haben wir die Spitze der Inflation gesehen)? In jedem Fall hat der Juli seine Spuren in unserem taktischen Portfolio hinterlassen. Wir waren in Summe Aktien untergewichtet. Vor allem in Europa, dem zweitstärksten Aktienmarkt im Juli. Abbildung 3 zeigt den Performanceverlauf unseres neuen Investmentkomitees für die ersten sechs Monate seiner Existenz. Dennoch erzielte das Portfolio in den ersten 6 Monaten 170bps Rendite für 100bps Tracking Error.

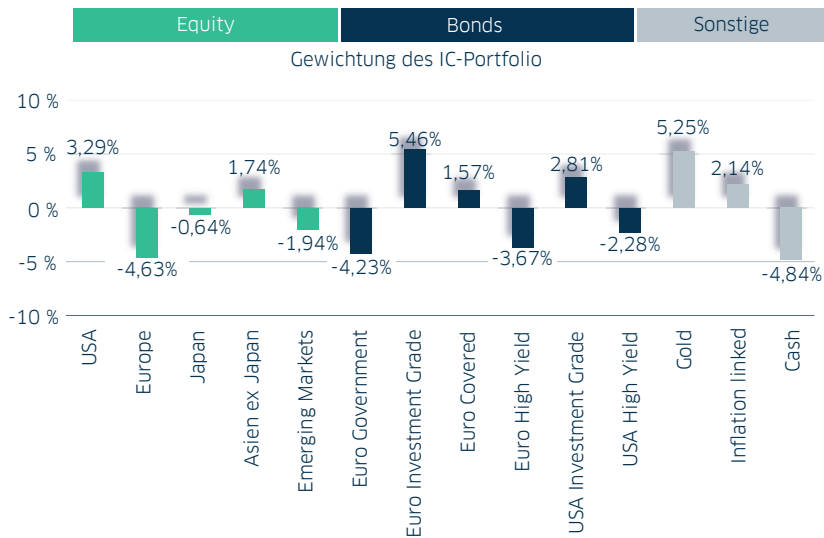
Abbildung 3: Performance der taktischen Allokation für ein unbeschränktes Mandat seit dem 31.01.2022



Quelle: LBBW AM

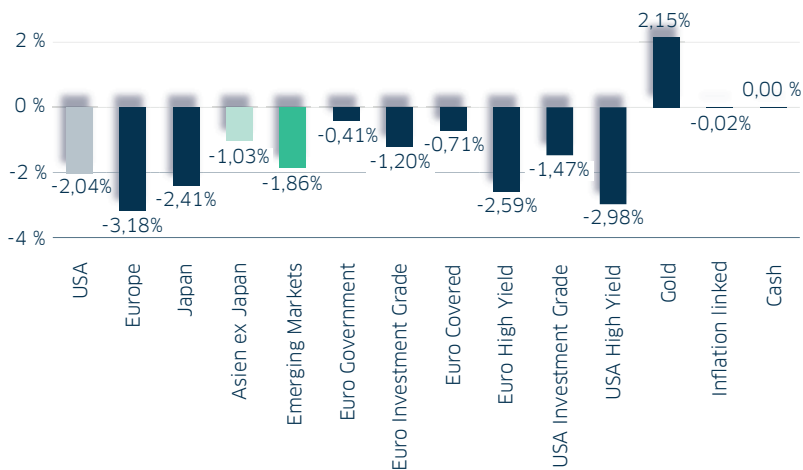
Für den August behalten wir unser Aktienuntergewicht bei (direkt als auch implizit über High-Yield Anleihen), wobei wir die starke Untergewichtung in Europa reduziert haben. Die Positionierung können Sie Abbildung 4 entnehmen, während Abbildung 5 die marginalen Beiträge zum Risiko des taktischen Portfolios (Tracking Error oder abgekürzt TE) zeigt. Diese zeigen in welche Richtung sich der TE verändert, wenn die Position erhöht wird.

Abbildung 4 – Aktive Positionen



Quelle/Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 01.08.2022

Abbildung 5 – Marginal Contribution to Risk (MCTR)



Quelle/Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 01.08.2022

Wir denken weiterhin der Markt unterschätzt die Entschlossenheit der Zentralbanken - zumindest der FED. Letztere kann mit der Entwicklung der „financial conditions“ (nach Bernanke der Hauptkanal von QE und QT auf die reale Volkswirtschaft) nicht zufrieden sein. Diese sind jetzt laxer als zum Beginn der Zinserhöhungen. Eigentlich will die FED das Gegenteil, d.h. wir sehen das Potential des Marktes nach oben begrenzt und nach wie vor ist der Zinspfad der FED schwer zu glauben. Auch wenn wir jetzt vielleicht die Spitze der Inflation gesehen haben, sind gegenwärtig 2.5% Fed Funds Rate zu niedrig, d.h. sie entsprechen nicht dem neutralen Zins (R-Star). Hinzu kommt, dass die FED im September QT weiter beschleunigen wird und wir gehen auch weiterhin von einer Rezession in den USA aus, wie unser Business Cycle Indikator in Abbildung 6 zeigt.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr

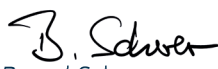
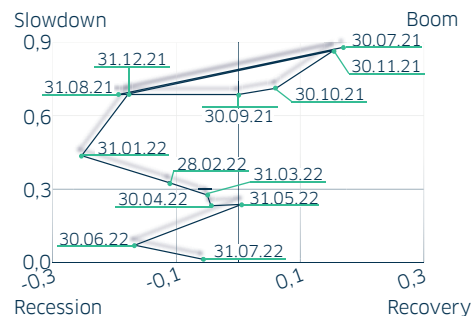

Dr. Bernd Scherer

Abbildung 6 Business Cycle Indikator



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

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:

10.08.2022