



Investmentbrief

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

11. Februar 2022 | Ausgabe 1/2022

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

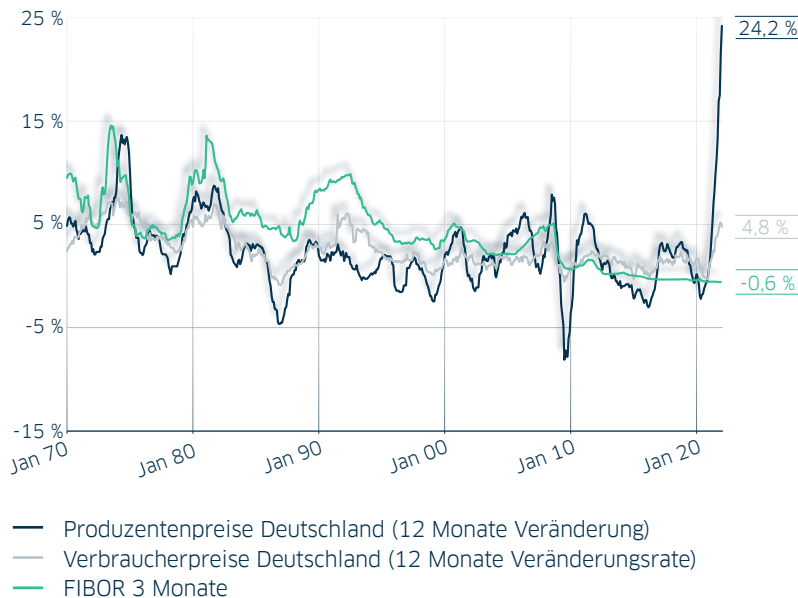
Neben dem sich weiter zuspitzenden Ukrainekonflikt ist das brisanteste Thema der letzten Wochen die, in atemberaubendem Tempo steigenden Inflationsraten. Hierbei handelt es sich in unterschiedlicher Ausprägung um ein globales Phänomen. So stiegen die Verbraucherpreise für den Dezember in den USA mit einer Jahresrate von 7%. In der Eurozone lag der jährlich Zuwachs bei 5% und in Großbritannien bei 5,4%. Dass es jedoch nicht überall so ist, zeigen die Daten für bspw. Japan von 0,5% und die Schweiz von 1,5%. Weit beeindruckender als der Anstieg der Verbraucherpreise ist der Anstieg der Produzentenpreise von 24,2% im Dezember für Deutschland. In den USA lag diese Kennziffer bei lediglich 12,2%. Der Preisanstieg von 24,2% für Deutschland ist deswegen bemerkenswert, da es sich um



Produzentenpreise
stiegen auf 24,2%
im Dezember

einen, in der Nachkriegszeit bislang nicht erreichten Wert handelt und man davon ausgehen kann, dass die Unternehmen versuchen werden, die höheren Produktionskosten soweit möglich an die Verbraucher weiterzugeben, um einer Margenerosion entgegenzuwirken. Um einen Preisanstieg der Erzeugerpreise in ähnlich rasantem Ausmaß zu finden, muss man schon um über 40 Jahre in die Vergangenheit blicken. Zur Zeit der Ölkrise der 70er Jahre wurde in 1974 ein Höchstwert von knapp 14% erreicht.

Abbildung 1: Produzenten- und Verbraucherpreise Deutschland / FIBOR drei Monate



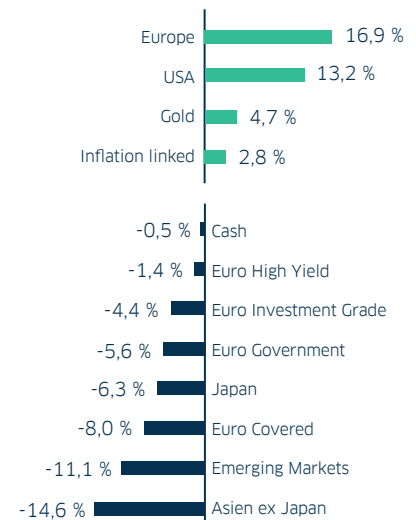
Quelle: Eigene Darstellung

Es stellt sich die Frage, wie sich die im historischen Vergleich exorbitanten Preiszuwächse erklären lassen, wie nachhaltig diese sein werden und welche Konsequenzen ggf. zu erwarten sind. Anhand einer Gegenüberstellung der Produzentenpreise und des 3 - Monatszinses in Abbildung 1 wird offensichtlich, dass in der inflationären Phase von 1973 bis 1975 ein ganz anderes Zinsregime vorherrschte. Es fällt auf, dass die Bundesbank bei Anziehen der Inflationsraten zügig die Zinszügel gestrafft hat und zur damaligen Zeit sogar deutlich zweistellige Zinssätze zur Dämpfung der heiß gelaufenen Wirtschaft eingesetzt wurden. Hätte die EZB eine ähnliche Reaktionsfunktion, so hätte sie spätestens Mitte 2021 auf die geldpolitische Bremse treten müssen. Das tat die EZB bislang nicht mit dem Hinweis, dass der Preisanstieg nur vorübergehend ist und sich im Laufe 2022 wieder normalisiert. Wie realistisch ist diese Erwartung der EZB und ist die EZB tatsächlich Verursacher der hohen Inflation?

Sicherlich hat die stark expansive Geldpolitik mit der enormen Ausweitung der Zentralbankgeldmenge der letzten Jahre mit Anleihekäufen in Billionenhöhe und Negativzinsen, einem Preisanstieg Vorschub geleistet. Allerdings blieb die unorthodoxe Politik lange Zeit ohne Konsequenzen an der Inflationsfront. Seit Corona sind jedoch zwei wichtige Voraussetzungen für Preisanstiege hinzugekommen.

1) Die weltweiten Lockdowns und Quarantänemaßnahmen haben Output bzw. Produktivität stark verringert und global präzise abgestimmte Lieferketten aus dem Takt gebracht. Probleme gab und gibt es immer noch vor allem mit den chinesischen und zum Teil auch amerikanischen Seehäfen, wo die Warenabfertigung aufgrund

Performance ausgewählter Asset Klassen YoY



Quelle: Bloomberg



Lieferketten sollten sich entspannen

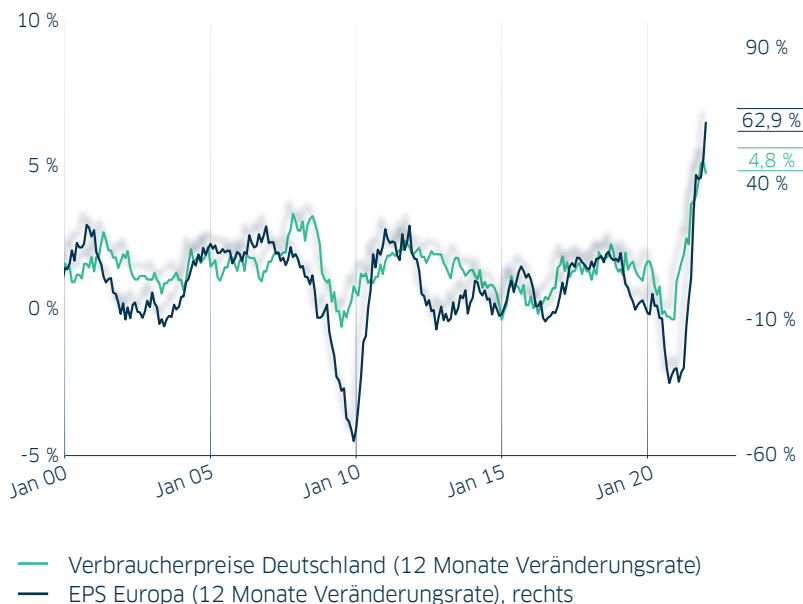
restriktiver Quarantänemaßnahmen immer wieder stockt und dazu führt, dass Container- und Transportkapazitäten an anderen Stellen fehlen. Hierdurch verursachte Engpässe sollten mit Abflauen der Pandemie immer weniger störend auf den Warenverkehr Einfluss nehmen.

2) Die Lockdowns waren weltweit, jedoch vor allem in den USA und Deutschland / Europa mit, durch die Notenbanken monetarisierten Transferzahlungen der öffentlichen Hand in Billionenumfang an Unternehmen zur Kompensation der Umsatzausfälle und private Haushalte als Kurzarbeitergeld, verbunden. Die hohen staatlichen Transferzahlungen sind den Ersparnissen der privaten Haushalte und den Unternehmensgewinnen zugutegekommen und wurden über einen starken Anstieg der Investitionen und Konsumausgaben nachfragewirksam. Man könnte auch sagen, es wurde eine Anleihe auf die Zukunft begeben und künftiges Wachstum im schnellsten Tempo aller Zeiten für soziale Zwecke in die Gegenwart transferiert. Diese erhöhte Nachfrage trifft auf ein, aus oben genannten Gründen, begrenztes Warenangebot. Wie sich jetzt zeigt, eine toxische Kombination für das Inflationsregime, das gewisse Parallelen mit der Zeit nach dem ersten Weltkrieg offenbart, die in einer Hyperinflation mündete.



**Erhöhte Nachfrage
trifft auf begrenztes
Angebot**

Abbildung 2: Unternehmensgewinne EU vs. CPI Deutschland



Quelle: Eigene Darstellung

Es scheint jedoch absehbar, dass die Ursachen für die derzeit hohen Inflationsraten tatsächlich in vielerlei Hinsicht vorübergehender Natur sind. Immer mehr Länder verabschieden sich von der Corona-Politik. Mit zunehmender Öffnung laufen die Transferzahlungen aus und die Produktivität nimmt sukzessive wieder zu und Lieferengpässe gehen zurück. Wirklich nachhaltig wird die Inflation, wenn es aufgrund gestiegener Inflationserwartungen zu Zweitrundeneffekten über die Lohnabschlüsse kommt, woraus sich dann eine sogenannte Lohn-Preisspirale entwickeln kann. In dem Fall würde der derzeit angespannte Arbeitsmarkt, sich in einem hohen Nominallohnwachstum manifestieren. Dagegen stehen jedoch ein absehbares Nachlassen der Nachfrage durch das Auslaufen der staatlichen Unterstützung, vor allem in Europa verstärkt durch den enormen Druck auf die verfügbaren Einkommen durch die EU-Energie-/Gas-Krise, die sich noch nicht vollständig in den Daten niederschlägt.



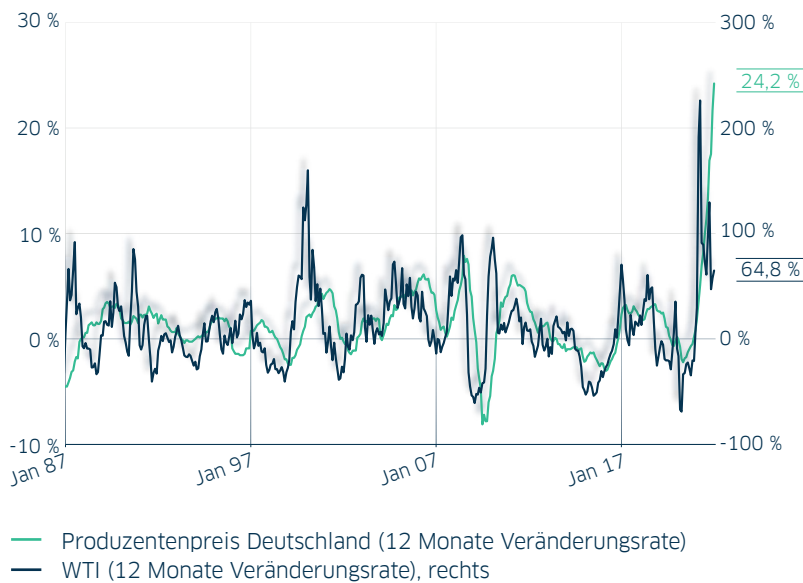
**Inflation kann in
vielerlei Hinsicht
vorübergehend sein**

In dem Zusammenhang kommt der Ukraine-Krise noch eine besondere Brisanz für Deutschland zu. Durch den gleichzeitigen Ausstieg aus der Kernenergie und Kohle ist das Land in eine strategisch bedenkliche Abhängigkeit von russischem Gas geraten. Bereits im Jahr 2020 bezog Deutschland mehr als die Hälfte des Erdgases aus Russland. Ein derzeit diskutierte Boykott russischer Gasimporte im Falle eines Einmarsches in die Ukraine, sofern überhaupt möglich, hätte wohl einen weiteren gravierenden Anstieg der Energiekosten zur Folge. Der Anstieg der Erzeugerpreise für Energie lag im Zeitraum des letzten Jahres bereits bei 69%. Neben diesem politischen Tail-Ereignis lassen alle andere Faktoren einen bevorstehenden Gipfel der Inflationsraten erwarten. Auch das Momentum des Ölpreisanstiegs, einem der wichtigsten Einflussfaktoren auf die Produzentenpreise, hat sich bereits deutlich zurückgebildet.



Deutschland bezog 2020 mehr als die Hälfte des Gases aus Russland

Abbildung 3: WTI Öl / BD PPI Indl. Products, Total, Sold on the domestic market



Quelle: Eigene Darstellung

Gleichzeitig beginnen die FED und einige andere Notenbanken ihre Geldpolitik zu straffen. So hebt bspw. die BoE mit dem zweiten Zinsschritt ihre Bankrate auf 0,5% an. Von der FED wird im März der erste Zinsschritt erwartet, wobei noch offen ist, ob um 25bp oder sogar 50bp und dann 3-5 weitere Zinserhöhungen in 2022. Auch die EZB ist unterdessen bei ihrer letzten Ratssitzung etwas von ihrer abwartenden Haltung abgerückt. Nach ihrer jüngsten Ratssitzung hielt der EZB Rat an den Beschlüssen vom Dezember fest und will zunächst die für März avisierten neuen Datenprojektionen abwarten, bevor man evtl. eine Revision der Geldpolitik vornimmt. Abweichend zum Dezember wird jedoch jetzt ein früheres Ende der Anleihekäufe im Laufe 2022 und eine Zinserhöhung im vierten Quartal 2022 nicht mehr kategorisch ausgeschlossen. Lagarde vermied auf mehrfache Nachfrage hin, partout die Aussage vom Dezember zu wiederholen, dass eine Zinsanhebung in 2022 „höchst unwahrscheinlich“ sei. Der Kapitalmarkt hat daraufhin mit dem stärksten Zinsanstieg seit März 2020 reagiert und zwei komplette Zinsschritte für 2022 eingepreist und der Euro legte zum USD ca. 2 Cent zu. Die Bund-Kurve handelt jetzt bis fünf Jahre wieder im positiven Renditebereich.



Marktpreis derzeit zwei Zinsschritte ein

Übertragen auf den Kapitalmarkt lässt sich festhalten, dass die Rettungspakete beträchtliche Verteilungseffekte zur Folge hatten. Es kam zu einer Umverteilung der Einkommen zu den Unternehmen in bisher nicht gekanntem Ausmaß. Die Unternehmensgewinne stiegen in 2021 im Durchschnitt um rekordverdächtige 55% ggü. dem Vorjahr. Neben der Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge der Hauptgrund für die haussierenden Aktienmärkte in 2021. Ein Wehrmutstropfen für die Kapitalmärkte ist, dass sich diese Unterstützung in 2022 so nicht wiederholen dürfte. Das Volumen der staatlichen Transfers ist rückläufig. Somit fallen die zwei wichtigsten Treiber für die stark gestiegenen Unternehmensgewinne und die gute Kapitalmarktentwicklung in 2021 für 2022 weg. Die erstmals seit Sommer 2020 wieder fallenden Gewinnrevisionen deuten eine solche Entwicklung bereits an. Gleichzeitig bringt die Preisentwicklung die Konsumbudgets der Verbraucher und die Gewinnmargen der Unternehmen unter Druck. Eine Straffung der Geldpolitik, verbunden mit einer erheblichen fiskalischen Schrumpfung stellt, verglichen mit 2021, eine schwierigere Mixtur für die Risikomärkte dar. Damit steigt die Gefahr, dass sich das Goldilocks-Szenario der letzten Jahre mit fallenden Zinsen und steigenden Aktien umkehrt. Folglich wird es darauf ankommen, dass die zurückgehende staatlich induzierte Nachfrage durch privaten Konsum und Investitionen kompensiert wird. Betrachtet man den derzeitig präsenten Nachfragestau ist das zumindest für eine Weile nicht unrealistisch, zumal die Unternehmen immer noch auf weitgehend leeren Lagern sitzen. Weniger optimistisch stimmen unterdessen die seit Monaten rückläufigen Stimmungsumfragen der Einkaufsmanager und die abfallende Verbraucherstimmung in den USA (ZEW USA). Neben der Eintrübung des monetären und fiskalischen Datenkranzes sind jüngst geopolitische Spannungen hinzugekommen. In Summe führt das dazu, dass die Wahrscheinlichkeit von Tail-Ereignissen für 2022 ansteigt.



**Unternehmens-
gewinne stiegen
2021 um 55%**

Asset Allocation

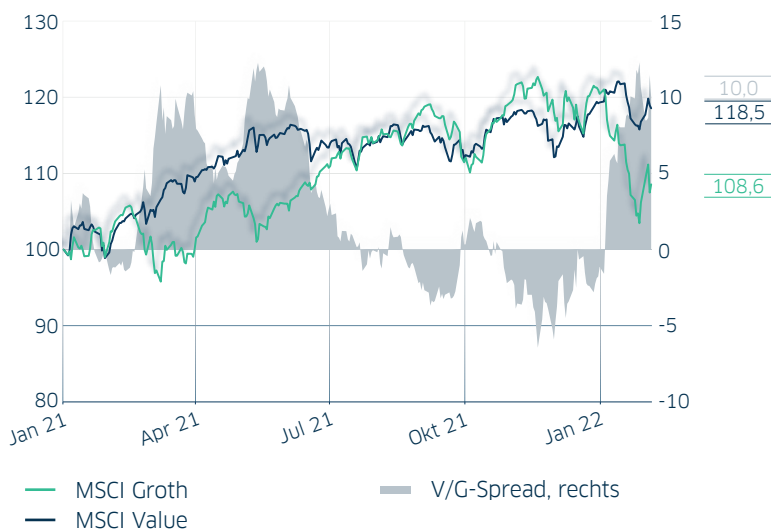
Aktien

Die Aktienmärkte beendeten größtenteils ein rekordverdächtiges Aktienjahr 2021. Während der Euro Stoxx 50 mit einem Plus von 20,56% das Jahr beendete, eilten die US-Börsen weiter davon. Die amerikanischen Standardwerte stiegen im Jahresverlauf um 28,05% und damit sogar leicht mehr als die amerikanischen Technologiewerte, die mit einer Performance von 27,90% das Jahr beendeten. Bereits im Dezember zeichnete sich ein möglicher Stylewechsel zwischen Value -und Growth-Titeln ab, welcher sich im Januar manifestierte. Im Zuge der weiter steigenden Zinsen reagierten die zinssensitiven Technologiewerte mit starken Kursrückgängen. So verloren die amerikanischen Technologiewerte alleine im Januar über 12% an Wert und zeigten eine stark erhöhte Volatilität. Die Value-Titel sowie zyklische Werte gaben ebenfalls, jedoch in deutlich geringeren Umfang nach, was den Spread zwischen den Investmentstilen deutlich auseinanderlaufen lies. Überraschend war die hohe Geschwindigkeit, mit der dieser Trendbruch erfolgte. Das Tech-Sentiment zeigt einen extremen Negativwert, welcher sogar unter den Tiefs der Corona-Pandemie liegt. Bestätigt wurde der Trendwechsel im Branchen- und Stylemodell, in welchem die Technologieindizes auf die hinteren Ränge verdrängt und die großen Value-Indizes, bspw. aus UK und Frankreich nach oben gespült wurden. Kurzfristige Kursanstiege von Growth-Titeln können in der nächsten Zeit zum Positionsabbau genutzt werden.



Stylewechsel von Growth zu Value

Abbildung 4: Value- / Growth-Spread



Quelle: Bloomberg

Neben dem Style-Wechsel ist eine Branchenrotation zu beobachten. Branchen, welche von einem höheren Zinsniveau profitieren, zeigen eine deutlich erhöhte Attraktivität. Hier zählen bspw. Banken und Versicherungen zu den derzeitigen Favoriten. Neben Branchen profitieren auch Regionen von einem sich ändernden Zinsregime. So profitierten in der Vergangenheit vor allem Japan und die Eurozone von steigenden US-Zinsen und zeigen eine positive Korrelation. Dies bestätigt wiederum die aktuelle Positionierung mit einem Übergewicht an europäischen Aktien im Vergleich zum US-Pendant. Neben günstigeren Multiplikatoren könnte das BIP der Eurozone in diesem Jahr das erste Mal seit 2017 wieder über dem der USA liegen. Der schwache Januar führte zu Entspannung im Sentiment, welches sich derzeit im überverkauften Bereich befindet. Derweil nehmen die

Aktienrückkäufe in den USA wieder Fahrt auf. Die Q4 Earningsseason verläuft bisher positiv. Jedoch werden Zielverfehlungen teilweise mit starken Kursrückgängen bestraft, was zu Vorsicht mahnen sollte. Siehe Paypal oder Meta. Die Volatilität ist in den vergangenen Tagen deutlich angesprungen. Die Differenz zwischen der impliziten und der realisierten Volatilität am Aktienmarkt ist etwas auseinandergefallen. Ein Verkauf von impliziter Volatilität ist damit aktuell attraktiv. Die Volatilität erscheint historisch im Kontext zum Indexlevel ebenfalls als attraktiv. Volatilitätsrücksetzer können wiederum zum Kauf von Absicherungen genutzt werden, wenn tiefere Levels erwartet werden.

Euro-Staatsanleihen

Seit dem Versand des letzten Investmentbriefs hat sich die 10-Jahres-Rendite der deutschen Staatsanleihe von -0,38% an die 0%-Grenze hochgearbeitet und letztendlich auch deutlich überwunden, wobei sich der Widerstand als hartnäckig herausgestellt hat. Die EZB Pressekonferenz Anfang Februar beschleunigte jedoch den Anstieg der Renditen extrem und ließ die 10-Jahres-Renditen auf 0,2% nach oben schießen. Die Zinskurve verflacht sich zunehmend weiter, nachdem das kurze Ende steigt und die langen Zinsen aufgrund der erwarteten Wirtschaftsaussichten fallen. Bei der Laufzeit 10Y / 30Y fehlt derzeit nicht viel für eine inverse Zinsstrukturkurve. Die Marktteilnehmer verkürzten daraufhin die Duration ihrer Portfolien, indem sie in kürzer laufende Papiere umschichteten. Der BTP-Bund Spread, der die Renditedifferenz zwischen Italien und Deutschland aufzeigt, ist aus seiner Seitwärtsbewegung nach oben ausgebrochen. Auch hier sorgte die EZB für eine Beschleunigung der Bewegung. Der Spread notiert nun wieder auf Niveaus von Anfang 2020, nachdem er im Tiefpunkt 0,90% betrug. Mittlerweile sind etwas mehr als zwei Leitzinserhöhungen für das laufende Jahr eingepreist. Die EZB veröffentlichte ihre neuen Prognosen zur 5Y Zinserwartung, die sich leicht erhöhten und nun bei 2% notieren.

Neben den eigentlichen Renditen stiegen die Zinsvolatilitäten ebenfalls stark an. Die Drei-Monate into 10 Jahre Swaption Volatilität notiert auf einem Niveau, welches in den letzten sieben Jahren nur während des Corona-Crash im März 2020 erreicht wurde. Diese Stände können, falls möglich, zum Verkauf von Volatilität genutzt werden um eine Prämie und damit einen Zusatzertrag zu vereinnahmen. Die Volatilität wird vermutlich bis zum nächsten EZB- bzw. Fed-Meeting im März auf erhöhtem Niveau verweilen.



Deutsche Zehnjahresrenditen stiegen deutlich über 0%

Abbildung 5: 3 Monate into 10 Jahre Swaption-Volatilität



Quelle: Bloomberg

Unternehmensanleihen

Die erhöhte Marktvolatilität macht auch vor dem Credit-Segment nicht Halt. Die Renditen von Investment Grade Anleihen erreichen wieder höhere Niveaus und rentieren über dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Ab einer Laufzeit von drei Jahren sind vereinzelt wieder positive Renditen zu erwarten. Das zu Jahresbeginn außergewöhnlich hohe Emissionsvolumen lässt derzeit deutlich nach. Die Neuemissionsprämie fällt geringer als erwartet aus, was aus einer nach wie vor hohen Nachfrage der Marktteilnehmer resultiert. Die erhöhte Nervosität zeigte sich auch bei den CDS Indizes. Allerdings ist trotz der Risikofaktoren noch keine Panik erkennbar.

High Yield Anleihen notieren derzeit leicht über dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Das Chance-Risiko-Verhältnis spricht jedoch für High Yields im Vergleich zu Investment Grade Anleihen. Der Rising-Star-Zyklus, welcher die Rating-Heraufstufung von Unternehmen beschreibt, läuft derzeit weiter. Hiervon kann der High Yield Investor profitieren. Zudem macht ein selektives Übergewicht in Hybrid-Anleihen im Portfoliokontext Sinn. Bei der Auswahl von Hybrids sollte auf die Differenz zum Senior-Bond geachtet werden. Dieser Aufschlag sollte ausreichend hoch sein. Der Fünf-Jahresdurchschnitt der Überrendite von Hybrids liegt nach den kürzlich starken Rückgängen in einem äußerst attraktiven Bereich.

Mit Blick auf die bestehenden Risiken und des Einflusses der erhöhten Zinsvolatilität kann die Duration näher an die Benchmark angepasst werden. Die Laufzeitbänder drei bis fünf Jahre bzw. sieben bis zehn Jahre sind attraktiv, nachdem sich die Credit-Renditekurve seit Jahresbeginn versteilert hat. Grundsätzlich lässt sich festhalten, dass die Unternehmen über ausreichend Liquidität verfügen. Die Auftragslage ist gut und könnte sich mit einem Rückgang der Lieferkettenproblematik weiter verbessern und die Wirtschaftsentwicklung positiv beeinflussen.



China senkt die
Leitzinsen

Emerging Markets

Mit den derzeitigen Olympischen Winterspielen und dem 20. Parteitag der Kommunistischen Partei China im Herbst, an welchem Xi Jinping zum dritten Mal zu Präsidenten gewählt werden kann, liegt ein herausforderndes Jahr vor der größten Volkswirtschaft Asiens. Zudem ist die Corona-Pandemie noch nicht ausgestanden. In diesem Umfeld wird die Staatsführung versuchen sich gut zu verkaufen und eine Rezession tunlichst vermeiden. Hierzu wurden bereits erste geldpolitische Stimuli, einschließlich einer Zinssenkung um 10bp von 2,95% auf 2,85%, umgesetzt. Das Wirtschaftswachstum sank im 4. Quartal 2021 auf 4%, weshalb die schwächelnde Kreditnachfrage und damit die Investitionstätigkeit weiter angekurbelt werden soll. Hierzu wurden bereits die Mindestreservesätze der Banken reduziert.

China arbeitet nach wie vor mit einer „Zero-Covid-Strategie“, um die Pandemie im Land einzugrenzen. Einzelne Infektionen an Schlüsselstellen reichen demnach aus, um ganze Landstriche abzuschotten oder wichtige Warenumschiagsplätze lahm zu legen. Dies wirkt sich wiederum belastend auf die internationalen Lieferketten aus. Erste Andeutungen von dieser Strategie abzuweichen wurden bisher nicht umgesetzt. Die Bewertungen der chinesischen Aktien sind nach dem schwachen Aktienjahr 2021 auf attraktiven Niveaus. Zudem gab es seitens der chinesischen Regierung erstmals wieder positive Aussagen zu den großen Technologiekonzernen des Landes und ihrer Bedeutung für die wirtschaftliche Entwicklung. Die Märkte in Hong Kong notieren noch immer auf den Niveaus der Corona-Krise 2020 bzw. auf Ständen von Anfang 2017, was eine interessante Einstiegschance darstellen kann.

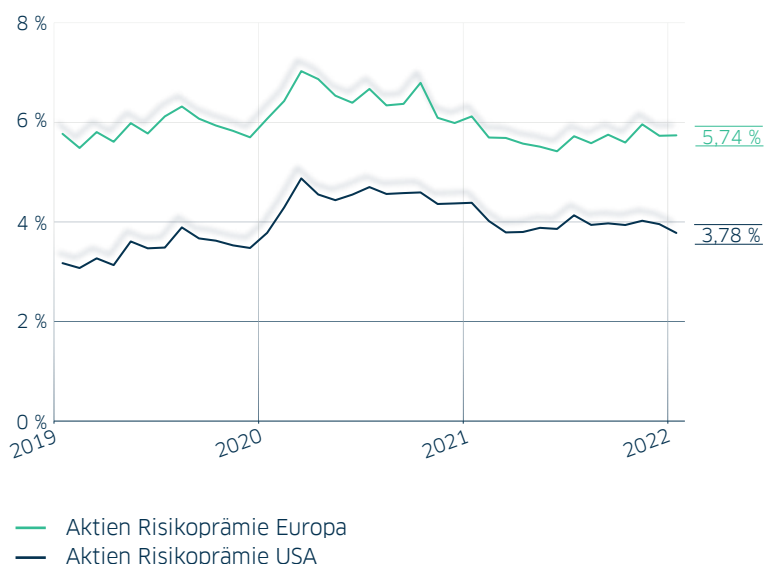
Generell hielten sich die Emerging Markets Werte im ersten Monat des Jahres erstaunlich stabil und liegen YtD im positiven Bereich. Unterstützt wurde die Entwicklung durch weiterhin starke Rohstoffmärkte und der Schwäche von großen US-Indizes, was zur Verschiebung von Vermögenswerten führte. Zudem lieferten Aktien aus den Emerging

Markerts im Jahr nach einer Zinserhöhung der Fed in der Mehrheit einen positiven Beitrag zum Portfolio, was im Hinblick auf die nächste Sitzung der Fed im März ebenfalls positiv zu bewerten ist. EM gehen bei der Zinswende schneller voran, jedoch ist der Druck durch die Inflation dort nicht so hoch wie in den westlichen Nationen.

Positionierung

Risk Assets: Wir behalten auch nach dem Zinsschock Ende Januar unser Übergewicht in globalen Aktien bei. Ohne eine Rezession in Sicht und mit weiterhin guten Unternehmensgewinnen bedeutet die Kompression in der Marktbewertung eine erhöhte zukünftige erwartete Rendite (und nicht permanent reduzierte Cash-Flows). Dabei favorisieren wir zum ersten Mal (taktisch) Europa über die USA. Ursächlich hierfür ist der höhere (geringere) Anteil an „Value“ („Growth“) -Aktien in Europe. Wachstumsaktien leiden aus unserer Sicht nicht nur an steigenden Zinsen, sondern vor allem an den für den Konjunkturzyklus typischen überextrapolierten Gewinnerwartungen. Gerade Wachstumsaktien reagieren zu tiefst asymmetrisch auf Gewinnenttäuschungen. Der Business-Cycle befindet sich nach wie vor im Quadranten „Slowdown“ (Abb. 7). Neu ist unser Übergewicht in High Yield. Positive Ratingdrift und geringe Konkursrisiken machen eine solche „Carryposition“ attraktiv.

Abbildung 6: Risikoprämie Aktien USA und Europa

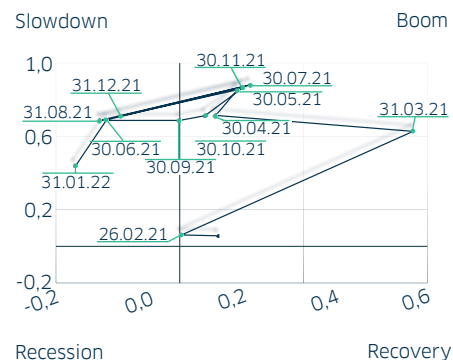


Quelle: Bloomberg / MSCI EMU bzw. S&P500 abzgl. Shiller Earning Yield abzgl. Realzins

Staatsanleihen: Finanziert werden diese Positionen aus einem Untergewicht in Staatsanleihen. Dem Sog steigender US- und UKZinsen werden sich auch Staatsanleihen in der Währungsunion nicht entziehen können. Alternativanlagen werden attraktiver, da zur Zins auch eine Währungscarry kommt. In einer Situation in der selbst die Fed nicht weiß wie ein „Quantitatives Tightening“ (QT) auf den Anleihenmarkt wirkt (Fehlen von relevanten Daten) sind Anleger gut beraten, Vorsicht walten zu lassen.

Asset Klasse	Asset Allokation	Risiko-beitrag
Aktien USA	↗ 0,95%	3,91%
Aktien Europa	↗ 1,89%	3,14%
Aktien Japan	↗ 0,95%	2,73%
Aktien Asien ex Japan	↗ 0,95%	4,08%
Aktien Emerging Markets	↗ 0,95%	4,36%
Euro Government	↘ -10,41%	-0,24%
Euro Investment Grade	↘ -4,73%	0,11%
Euro Covered	↘ -1,89%	-0,70%
Euro High Yield	↗ 3,78%	1,05%
Gold	↗ 2,84%	0,47%
Inflation linked	→ 0,00%	-0,07%
Kasse	↗ 4,73%	0,00%

Abbildung 7: Business Cycle Indikator



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

Tail Hedges: Ebenfalls zum ersten Mal seit längerer Zeit haben wir eine aktive Goldposition gewählt. Auslöser hierfür ist die Situation in der Ukraine. Ein Krieg scheint unwahrscheinlich. Dazu ist das militärische Material Russlands wahrscheinlich zu gering. Russland hat 100.000 Soldaten positioniert. Im Vergleich dazu haben die USA ca. 700.000 Soldaten gegen den Irak geschickt. Für einen Krieg gibt es zudem mit hoher Wahrscheinlichkeit keine Zustimmung in Russlands Gesellschaft. Dennoch, Amerikaner und Russen spielen ein „game of chicken“. Zwei Autos fahren mit hoher Geschwindigkeit aufeinander zu. Keine der Parteien will Einlenken und das Gesicht verlieren, aber nur wenn eine Partei einlenkt (und das Gesicht verliert) wird der Zusammenprall vermieden. Je mehr die Parteien mit „precommitment“ arbeiten (bildlich das Lenkrad festbinden), umso höher wird die Wahrscheinlichkeit eines Zusammenpralls. Dieser ist letztlich ein Unfall, den beide Parteien vermeiden wollen, der aber von Zeit zu Zeit vorkommt (siehe „Denn Sie wissen nicht was sie tun“).

Fokus Strategie: Die Null muss stehen – Wie schütze ich mein (Balanced-) Portfolio vor Verlusten?

Das Jahr 2022 beginnt mit unerwartet hoher Volatilität. Die lieb gewonnenen Risikopositionen der Vergangenheit (Aktien insbesondere US-Aktien und Wachstumsaktien, Kryptoanlagen) haben im Januar massive Verluste erlitten (US-Technologie-Werte -12%, Bitcoin in der Spitze -25%). Aktienmärkte sind historisch hoch bewertet (Abb.6) und steigende Zinsen führen zu Kursverlusten bei festverzinslichen Anlagen. Welche Möglichkeiten haben Investoren? Wir zeigen die Alternativen im Schnelldurchlauf:

Abbildung 8: Shiller Price-Earning-Ratio



Quelle: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>



Buy & hold

Die einfachste Alternative ist es investiert zu bleiben. Solange Änderungen in den Bewertungen nur auf Veränderungen des Diskontfaktors (Pfad realer Zinsen plus Risikoprämie) zurückzuführen sind, ändert sich die Situation eines langfristigen Anlegers nicht. Zwar ist sein Vermögen geringer geworden aber gleichzeitig ist die erwartete Rendite gestiegen. Das erwartete Endvermögen ist gleichgeblieben.

Deleverage

Wem das Risiko von Buy & hold zu hoch wird (weil er seine Risikoaversion falsch eingeschätzt hat, oder weil sich seine Risikoaversion erhöht hat), der kann seine Portfoliorisiken durch die Hinzunahmen von Cash auf die gewünschte Zielvolatilität reduzieren. Negative Geldmarktzinsen ändern an der Optimalität dieser Strategie nichts. Auch der sichere Verlust stellt eine risikolose Anlage dar.

Market Timing

Natürlich ist es verlockend, Kursschwankungen durch rechtzeitiges Verkaufen zu entkommen. Dies ist dann nicht mehr präferenzgetrieben (wie beim Deleverage), sondern informationsgetrieben. Leider ist die empirische Evidenz zur nachhaltig erfolgreichen Machbarkeit dieser Strategie für die meisten Investoren vernichtend. Selbst wenn der richtige Ausstiegszeitpunkt gefunden wurde, muss der Investor auch den Wiedereinstieg richtig treffen. Nur wenige Investoren haben den Mut und die Einsicht am Tief in Aktien einzusteigen.

Kauf von Puts

Der Kauf von Puts bringt den Investor in die Position des perfekten Markttimings. Der Investor bekommt so immer das bessere von Portfoliorendite und Geldmarktrendite. Leider aber auch abzüglich der Optionsprämie. Der Preis des perfekten Markttimings ist daher prohibitiv hoch und der systematische Kauf von kurzfristigen At-the-Money-Puts resultiert in langfristig negativen Renditen. Der Kauf von Puts schützt also nur vor kurzfristigen Markteinbrüchen und setzt eine erfolgreiche Prognose voraus.

Wertsicherungskonzept (Portfolioinsurance)

Der Kauf von Puts mit kurzer Laufzeit erlaubt es Verluste durch kurzfristig stark fallende Portfoliowerte zu verhindern. Investoren, die in einem langsam fallenden Abverkauf (wie etwa zwischen 2001 und 2003) das eigentliche Risiko sehen, werden ein Wertsicherungskonzept mit fester Wertuntergrenze dem Kauf von Puts oder den unsicheren Erfolgen von Market Timing vorziehen.

Investition in Bonds

Wieviel Schutz bieten festverzinsliche Wertpapiere? Das kommt auf den Ursprung des Schocks auf ein Portfolio an. Originiert der Schock aus dem Rentenmarkt (überraschende Zinserhöhung oder Inflation) so werden Bonds keinen Schutz bieten. Aktien- und Rentenmärkte fallen und steigen in so einem Szenario gemeinsam. Kommt der Schock aber aus dem Aktienmarkt, so wird die Korrelation zwischen Aktien und Bonds negativ, d.h. Investitionen in Rentenanlagen hedgen zumindest teilweise die Investitionen im Aktienmarkt.



Investition in Private Equity

Private Markets Anlagen unterliegen keiner Marktwertbewertung, sondern folgen den Schätzungen eines Bewertungsgutachters. Die veröffentlichten Preise werden daher oft als administrierte Preise bezeichnet. Sichtbar wird dieses „smoothing“ durch eine hohe positive Autokorrelation der Renditen. Der kostenlose Buchwert-Put von Private Equity und Private Debt reduziert so die kurzfristigen Portfolioschwankungen. Langfristig wird aber auch dieser Mantel seine Risse bekommen. Entweder weil eine positive Autokorrelation aus fallenden Kursen auch weiter fallende Kurse macht oder weil langfristig Buchwerte zu Marktwerten werden. Der Bewertungsmantel von Private Equity hilft daher nur gegen kurzfristige Markteinbrüche. Dennoch können Investitionen in Private Markets für Anleger mit einer von Buchwerten bestimmten Verbindlichkeitsseite interessant sein.

Was tun? Langfristanleger mit der entsprechenden Risikotoleranz sollten ihre Anlagen nicht anfassen. Wer feststellt, dass seine Risikotoleranz überschritten wurde, sollte sein Portfolio durch die Hinzunahme von Cash oder Bonds neu ausrichten. Die Anlage in Private Assets kann institutionellen Anlegern helfen, einen bilanziellen Schleier über das Marktrisiko zu legen ohne es ökonomisch zu reduzieren. Dieser Trick wird dem Privatanleger wenig bringen. Wer kurzfristige Verluste vermeiden will und sich in der Lage fühlt Aktieneinbrüche im Voraus zu erkennen, versucht den Markt zu timen oder kauft opportunistisch Puts. Anleger, die einer Verlustschränke unterliegen (persönlicher Ruin oder Unternehmenskonkurs) sind mit einer langfristigen Wertuntergrenze gut beraten.

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:

11.02.2022