



LB BW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für Oktober

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

14. Oktober 2022 | Ausgabe 7/2022

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

Die Notenbanken reagieren auf die stärkste Inflation seit Beginn der 80er Jahre mit der schärfsten Anti-Inflationspolitik seit jener Zeit. Besonders in Europa sind die hohen Inflationsraten auf die stark gestiegenen Energiekosten, als unmittelbare Folge der Sanktionspolitik, zurückzuführen. In der Vergangenheit konnte man beobachten, dass stark steigende Energiekosten und Lebensmittelpreise für sich genommen schon ausreichend waren um rezessive Tendenzen auszulösen. In Kombination mit dem aggressiven Anti-Inflationskurs der Notenbanken (FED und EZB erhöhten jeweils um weitere 75 BP im September) liegt ein schwer zu verdauender Cocktail für

die konjunkturelle Entwicklung und die Kapitalmärkte vor. Das Konsumentenvertrauen auf Allzeittief ist Ausdruck des massiven gesamtwirtschaftlichen Kaufkraftverlustes und lässt eine zukünftige Konsumzurückhaltung erwarten. Eine Rezession über den kommenden Winter dürfte kaum noch zu vermeiden sein.

Die deutschen Gasspeicher sind mittlerweile mit über 90% gefüllt und der börsengehandelte Gaspreis ging bereits um über 50% vom Hoch Ende August zurück, liegt jedoch immer noch ca. 50% über dem Durchschnittsniveau des letzten Jahres. Dies schlägt sich in europäischen Produzentenpreisen von über 40% (Deutschland 45,8% - mit Abstand höchster Wert der Nachkriegszeit) nieder. Im internationalen Vergleich stellt die hohe Kostenbelastung einen erheblichen Wettbewerbsnachteil deutscher Produzenten dar und wird die durch teure Energieimporte bereits stark negative Leistungsbilanz durch schwächeren Export weiter drücken. Zuletzt hat die Bundesregierung zur Abmilderung der stark steigenden Energiekosten, dem Beispiel anderer Länder wie Großbritannien folgend, ein drittes Entlastungspaket für Bürger und Unternehmen angekündigt. In Höhe von 200 Milliarden Euro soll ein „Sondervermögen“ bereitgestellt werden, mit dem eine Deckelung der Preise für die Energieverbraucher ermöglicht werden soll. Da die Großhandelspreise durch die staatlichen Zuschüsse nicht tangiert werden, muss aufgrund einer derzeit nicht absehbaren Lösung der geopolitischen Konflikte vorerst von anhaltend höheren Energiepreisen ausgegangen werden.

Mit dem deutlichen Wahlsieg der Fratelli d'Italia und der Mehrheit für das Mitte-Rechts-Bündnis in beiden Kammern des Parlaments dürfte Giorgia Meloni als erste Frau eine italienische Regierung anführen. Programmatisch bleiben die Wahlsieger bislang vage. Meloni hat sich zur Fortführung der bisherigen Ukraine-Politik bekannt, strebt keinen Austritt aus EU oder Euro an und favorisiert Steuersenkungen. Konflikte mit der EU-Kommission und anderen Staaten dürften in der Fiskalpolitik, in der Migrationspolitik und im Verhältnis zu Ungarn und Polen zu erwarten sein. Der Markt hat bislang moderat reagiert. Die Italien-Renditen werden v.a. durch den allgemeinen Renditeanstieg getrieben. Der Spread zwischen Italien und Bund stabilisierte sich zuletzt.

Der Aktienmarkt zeigte sich im September schwach. Der DAX beendete den Monat mit einem Kursverlust von 5,61%. Der marktbreite europäische Markt verlor 6,57%. Die Standardwerte an der Wall-Street beendeten den Monat mit 9,34% Kursrückgang und Technologiewerte gaben im Durchschnitt 10,60% ab. Auch die asiatischen Märkte in China und Japan beendeten den Monat mit einem Minus von 6,72% bzw. 7,67%. China leidet nach wie vor unter der Zero-Covid Strategie. Dies zeigt sich in einer stark ansteigenden Arbeitslosigkeit sowie zunehmenden Unruhen innerhalb der Bevölkerung. Mit Blick auf die im Oktober anstehenden Wahlen versucht die Regierung vermehrt die Wirtschaft wieder in Schwung zu bekommen. Insgesamt hat China ein großes Nachholpotenzial. Die zuletzt angesprochenen Punkte, welche für eine Trendumkehr erfüllt sein müssen, sind bereits teilweise eingetreten. Das Inflation-Peak könnte der Markt zumindest in den USA gesehen haben. Die PMI's notieren unter 50 Punkten und die Gewinnrevisionen fallen. Lediglich der Arbeitsmarkt zeigt sich nach wie vor stabil. Solange die Arbeitslosigkeit auf dem aktuell sehr niedrigen Niveau bleibt, wird die Inflationsbekämpfung erstes Gebot bleiben und eine nachhaltige Bodenbildung für den Aktienmarkt

bleibt unwahrscheinlich. Mit Blick auf die Branchen-Attraktivität hat sich der Bankensektor im Branchenmodell nach oben gearbeitet. Banken profitieren in der Regel von dem steigenden Zinsniveau. Die Gewinnerwartungen steigen im Bankensektor an, ohne dass die Kurse bislang gefolgt sind. Auf Grund der schnellen Wechsel zwischen den Anlagestilen Growth und Value empfiehlt sich derzeit eine ausgewogene Style-Allokation.

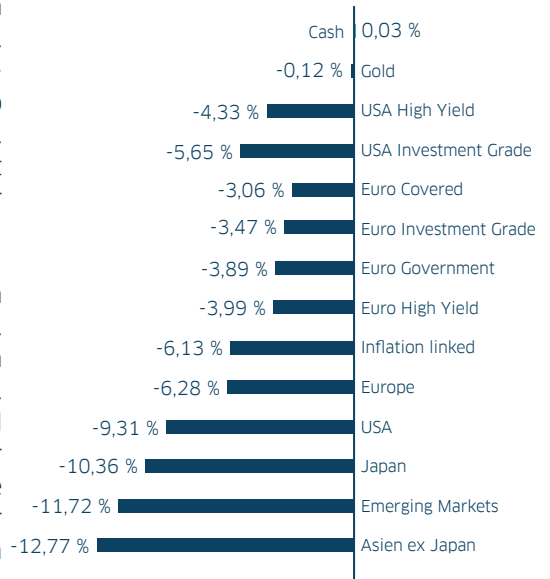
Als Folge der hohen Energiepreise stieg die Inflationsrate im September in Deutschland mit 10% erstmals seit Anfang der 1950er Jahre wieder zweistellig an. Für die gesamte Eurozone wurden ebenfalls 10% Inflation gemessen. In den USA war die Inflationsrate aufgrund fallender Rohstoffpreise, vor allem der Benzinpreise, zuletzt leicht rückläufig und fiel auf 8,3% zurück. Allerdings ist die für die FED wichtigere Kernrate von 5,9% auf 6,3% angestiegen. Hier offenbart sich ein wesentlicher Unterschied in der US Inflation zur europäischen Inflation. So wird die Inflation in den USA viel stärker durch die Nachfrageseite, bedingt durch den engen Arbeitsmarkt mit anhaltend hohen Lohnzuwächsen von 6,5% ggü. Vorjahr, bestimmt und in Europa durch die anhaltende Angebotsknappheit im Energiemarkt. Daher zielt die FED Politik darauf ab, die hohe Nachfrage nach Arbeitskräften zu brechen. Gegen die Angebotsknappheit am Energiemarkt ist die Geldpolitik hingegen weitgehend machtlos. Der Druck auf die Notenbanken an ihrer Anti-Inflationspolitik festzuhalten wird insofern trotz rezessiver Tendenzen perspektivisch anhalten, um der Gefahr einer Entankerung der Inflationserwartungen entgegenzuwirken. Insofern muss mit einer fortdauernd höheren Volatilität an den Kapitalmärkten gerechnet werden. Zur anhaltenden Inversion der US-Zinskurve hat sich nun auch in Europa die Swap-Kurve invertiert. Inverse Kurven waren in der Vergangenheit ein zuverlässiges Indiz für eine bevorstehende wirtschaftliche Abkühlung. Die Rendite von 10-jährigen US Treasuries stieg im Monatsverlauf von 3,19% auf 3,83% deutlich an. Der europäische Rentenmarkt konnte sich im September dem globalen Trend steigender Zinssätze nicht entziehen. Gemessen am 10-Jahrespunkt der deutschen Staatsanleihe stieg die Rendite von 1,54% auf 2,1%. Die Ankündigung nicht gegenfinanzierter großer Steuersenkungen in Höhe von GBP 45 Mrd. und einem Energiedeckel um 100 Mrd. GBP löste eine Vertrauenskrise am britischen Gilt-Markt aus und zwang die BOE zu Stützungskäufen, um die Liquidität aufrechtzuerhalten. Zweijährige Laufzeiten stiegen innerhalb von zwei Tagen um 100 BP. Für dreißigjährige Laufzeiten summierte sich der Anstieg innerhalb von vier Tagen auf 150 BP auf über 5%. Nachdem die BOE eine signifikante Reaktion für ihr nächstes Policy-Meeting im November ankündigte (viele Marktbeobachter erwarten einen Zinsschritt bis zu einem Prozent) konnte der Markt stabilisiert werden. Der Spread zwischen UK und Bund um die 200 BP ist historisch nicht zu hoch. Viele Gilt-Investoren nutzen Bund als Hedge, was den Abwärtsdruck nochmal erhöhen könnte.

Im Creditsegment erscheinen die Bewertungen auf den aktuellen Niveaus weiterhin optisch attraktiv. Die Renditen handeln deutlich über den langjährigen Mittelwerten. Da die Rendite jedoch kontinuierlich anzieht, werden Investoren nachhaltig belastet. Es stellt sich derzeit die Frage, ob es sich bei den aktuellen Levels um eine Übertreibung handelt oder ob deflationäre Tendenzen die Ursache sind. Zuletzt

konnte das BBB-Segment das A-Segment wieder outperformen. Die Renditen im HY-Segment ziehen weiter an und notieren auf einem 5-Jahreshoch. Zudem stiegen zuletzt die Defaultrisiken an, wobei noch keine Extremwerte zu beobachten sind. In diesem Kontext sollten weiterhin IG-Investments den HY-Investments vorgezogen werden. Im Hybrid-Segment ging der Renditeaufschlag zu klassischen Senior-Anleihen wieder etwas zurück und notiert nun schließlich unterhalb der 1,7%-Marke. Investitionen in Hybrids sollten selektiv erfolgen. Dabei sollten bessere Emittenten und kürzere Laufzeiten bevorzugt werden. Aufgrund der nach wie vor hohen ASW-Spreads von über 100Bp bietet sich der Tausch von IG-Credits in Covereds an.

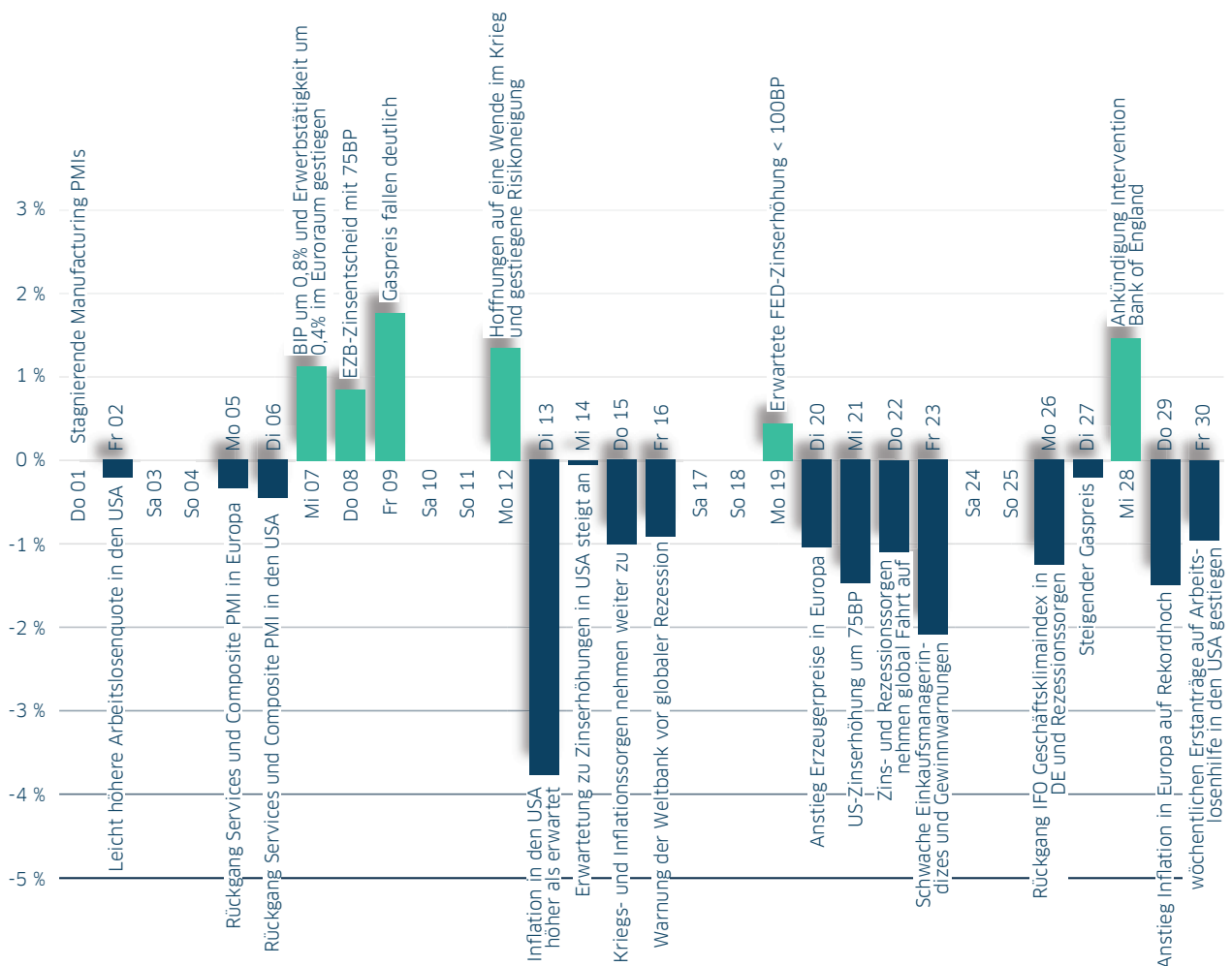
Die Feinunze Gold fiel um 2,9% im September in der allgemeinen Marktschwäche ebenfalls und beendete den Monat mit \$1.660. Eine strategische Beimischung ist im Rahmen von geopolitischen Risiken, und nach wie vor als Tail-Inflationsabsicherung, sinnvoll. Aus charttechnischer Sicht erscheint Gold derzeit angeschlagen und die Investition sollte taktisch beobachtet werden. Der Euro verlor weitere 2,5% und schloss mit 0,9802 zum US-Dollar. Rohöl der Sorte WTI gab im September ebenfalls nach und schloss 11,23% tiefer aufgrund einer niedriger erwarteten Nachfrage im Kontext einer sich verlangsamenden Konjunktur.

Performance ausgewählter Asset Klassen seit dem letzten IC



Quelle: Bloomberg

Abbildung 2: MSCI World im vergangenen Monat

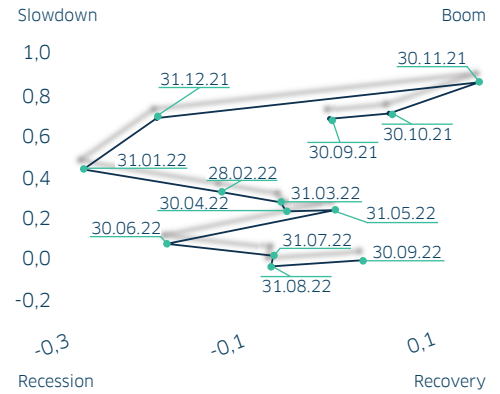


Quelle: Bloomberg

Positionierung

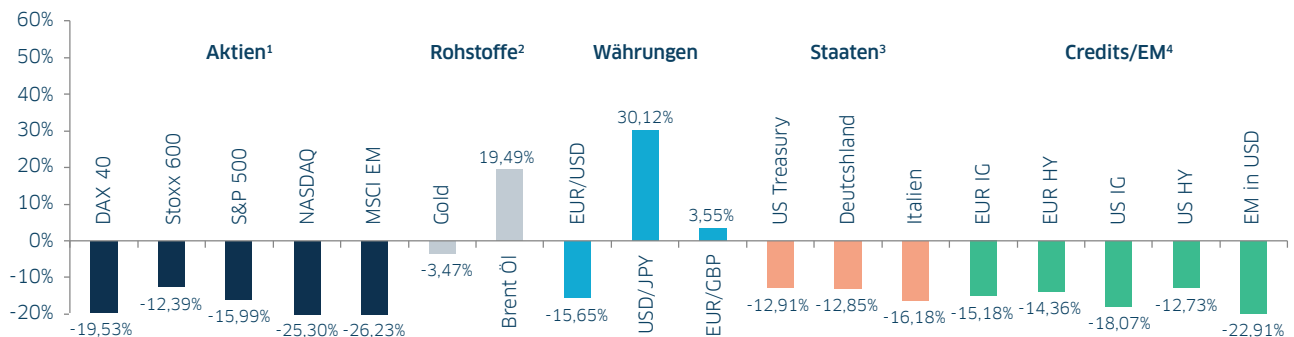
Wir beginnen unsere Analyse für die Aussichten im Oktober mit der Betrachtung realisierter Preistrends (Momentum) und Makrotrends (Business Cycle). Das langfristige (12-Monats) Preismomentum ist einer der stärksten Indikatoren für die taktische Asset Allokation. Alle Überlegungen fundamentaler Investoren hinterlassen im Momentum ihren Fußabdruck und so enthält dieser Indikator die Einschätzung der Marktteilnehmer über die letzten 12 Monate. Vor allem in konjunkturell induzierten Down-Märkten (wie 2022) ist dieser Indikator besonders stark.

Abb. 4: Business Cycle Indikator



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

Abbildung 3: 12M Momentum



Quelle: Bloomberg

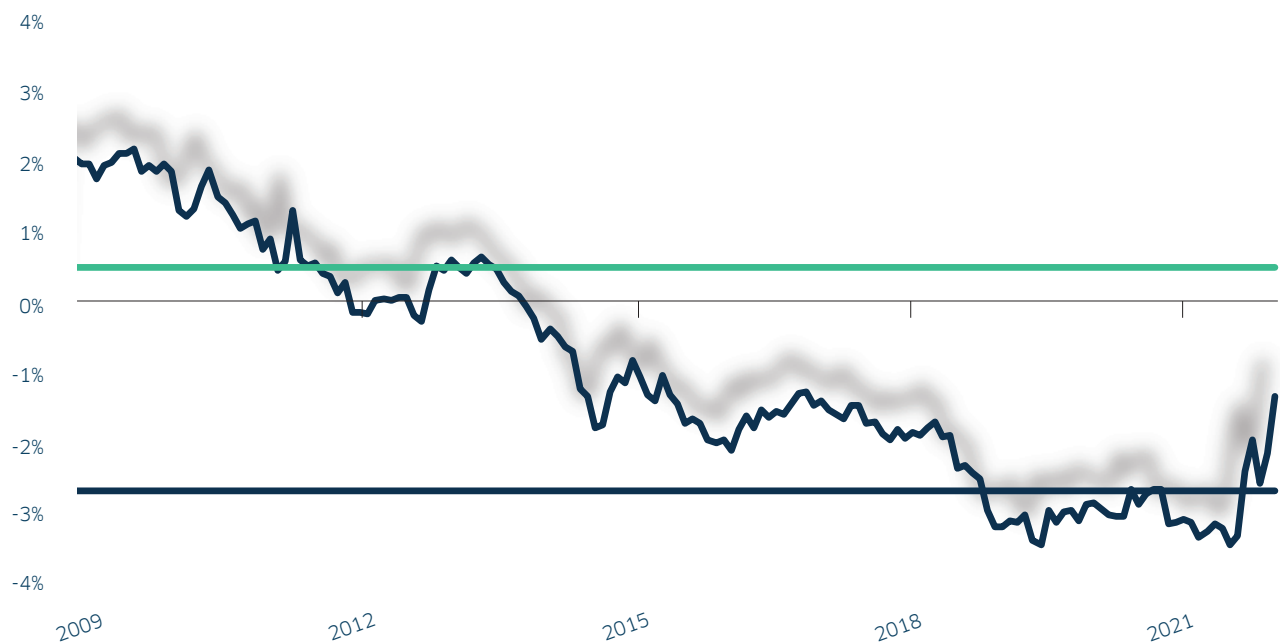
Abbildung 3 zeigt, dass alle Assetklassen in unserem Universum substantiell negatives Momentum besitzen. Steigende Zinsen stecken im Diskontfaktor für alle Anlagen und so hat sich die Bewertung dieser reduziert. In der Momentumlogik wird sich die negative Preisentwicklung fortsetzen, weil Anleger mit Verzögerung (erst zu gering dann zu stark) auf die weltweit koordinierten Zinserhöhungen reagieren. Neben weiter fallenden Bewertungen gehen Anleger auch von fallenden Gewinnen als Folge einer von Zentralbanken erzwungenen Rezession aus. Taktische Untergewichte in allen Anlagenklassen sind attraktiv. „Cash ist King“ oder anders ausgedrückt: In einem gemischten Fonds sollte ein Anleger Aktienbeta und Zinsbeta (Duration, Wachstumsaktien) short sein und Kasse aufbauen (physisch oder synthetisch).

Unser Business Cycle Indikator in Abbildung 4 ist weiter schwach, aber dennoch leicht angestiegen. Ursächlich hierfür ist das verbesserte Konsumentensentiment (Conference Board) in den USA und die Abnahme des finanziellen Stresses (Kansas City). Damit ist keine echte Recovery eingeleitet aber die makroökonomische Umgebung für riskante Anlagen hat sich kurzfristig stabilisiert.

Dies spricht gegen sehr aggressive Untergewichte in Aktien. Aggregiert man beide Sichtweisen wird man auch weiterhin negativ auf jede Form von Risikoexposure blicken. Wo übernehmen wir dieses Bild und wo überstimmen wir es?

Auf der Zinsseite stimmen wir völlig zu. Der Pfad der Zinsnormalisierung ist ungebrochen und Anleihen sind immer noch zu teuer. Kein Zentralbanker will in die Geschichte (Lehrbücher) als derjenige Zentralbanker eingehen, der die Inflation nicht wirkungsvoll bekämpft hat. Die Renditeniveaus sind gestiegen, aber noch nicht attraktiv.

Abbildung 5: 5Yx5Y Bund abzgl. rGDP und BE-Yield; grün = 80.Quantil / grau = 20.Quantil

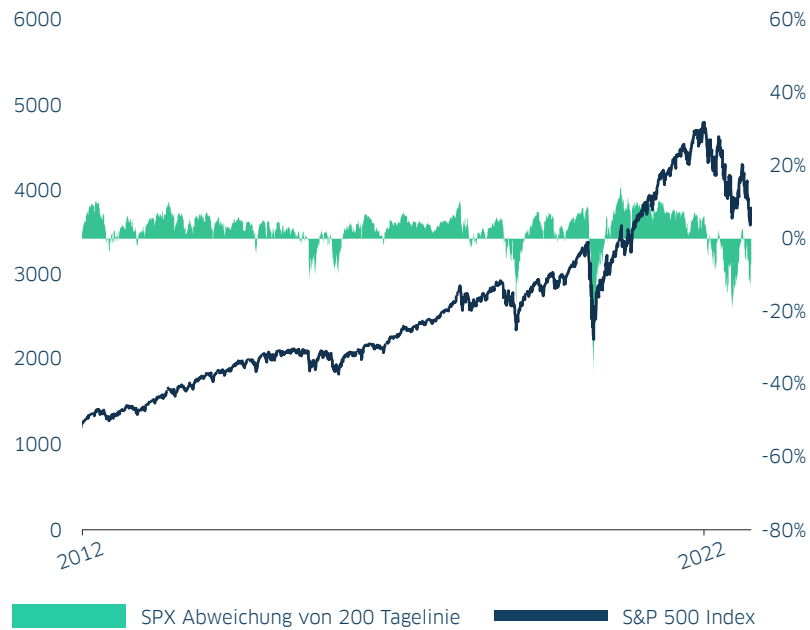


Quelle: CFA Institute Research Foundation.

In Abbildung 5 vergleichen wir die 5y5y Rates in der Eurozone mit nominalem Trendwachstum (als Bewertungsanker). Die Bewegung zu einem neuen Gleichgewicht ist ersichtlich aber wir sind noch nicht angekommen. Dennoch warnen wir vor zu viel Zinss pessimismus. Es macht keinen Sinn rückwärtsblickende Inflation mit vorwärtsblickenden Zinsen zu vergleichen. Gemessen an der erwarteten Inflation ist das Zinsniveau deutlich restriktiver.

Bei Aktien und Unternehmensanleihen würden wir Momentum und Business Cycle Überlegungen überstimmen. Der Aktienmarkt hat bereits viel eingepreist und kurzfristig sind Aktien überverkauft. Vergleicht man in Abbildung 6 die prozentualen Abweichungen des S&P von der 200 Tages Linie so ist eine Korrektur nicht unwahrscheinlich. In keinem Fall würde man aggressiv short sein wollen.

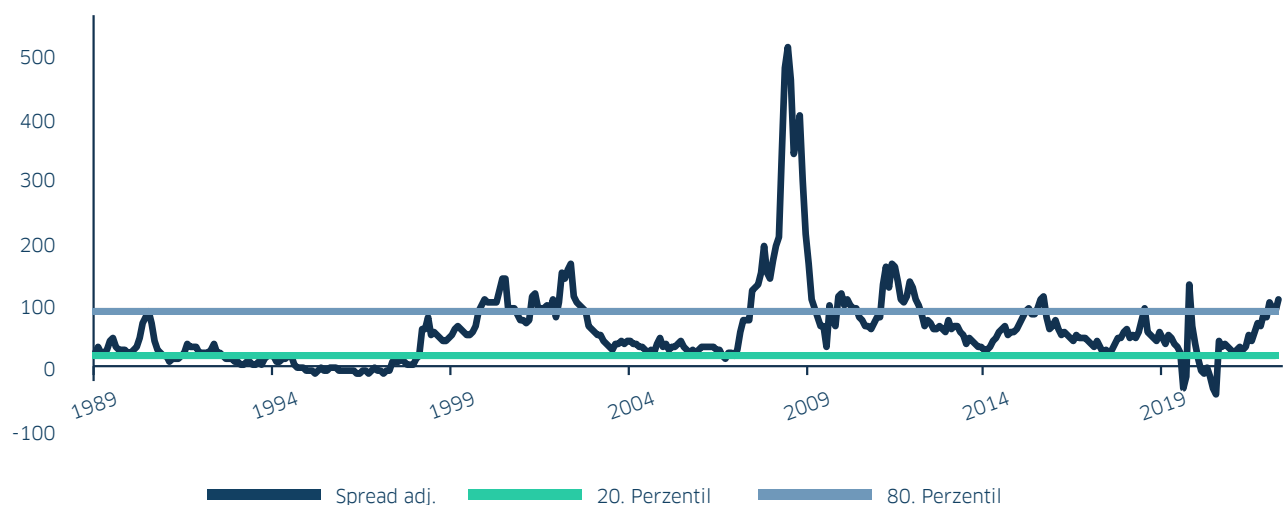
Abbildung 6: SPX 500 vs. Prozentuale Abweichung zur 200-Tagelinie



Quelle: Bloomberg

Unternehmensanleihen sind auch nach Abzug der konjunkturellen Wirkungen auf Ratingdrifts und Spreaderweiterungen attraktiv, wie unser Modell in Abbildung 7 zeigt, und bieten in der aktuellen Investmentlandschaft einen gewissen Schutz.

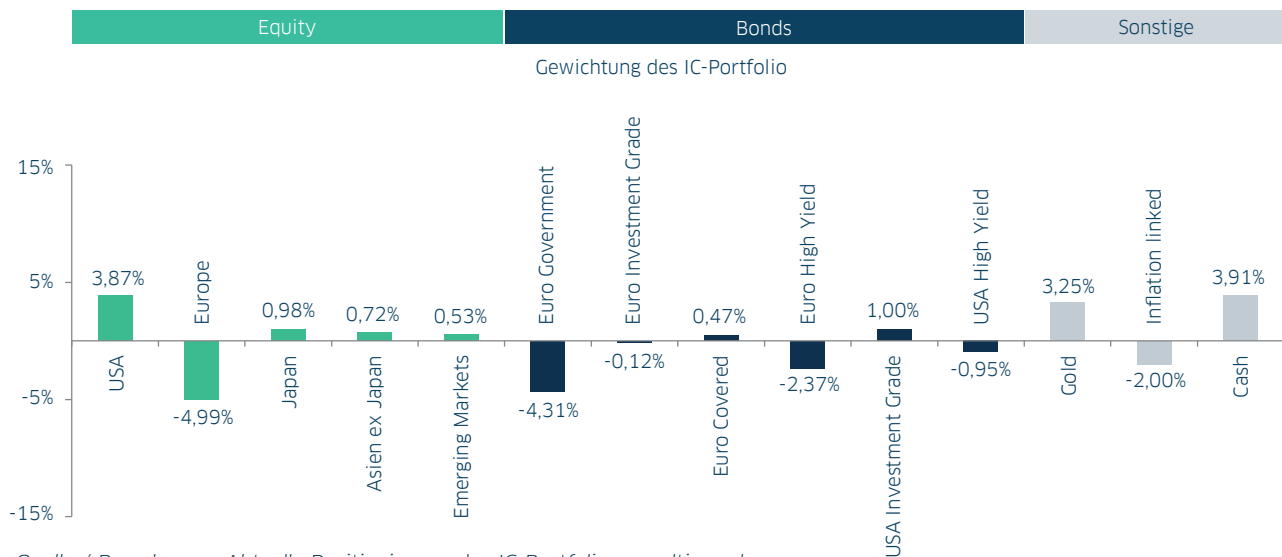
Abbildung 7: Bewertung IG Prämie



Quelle: Bloomberg

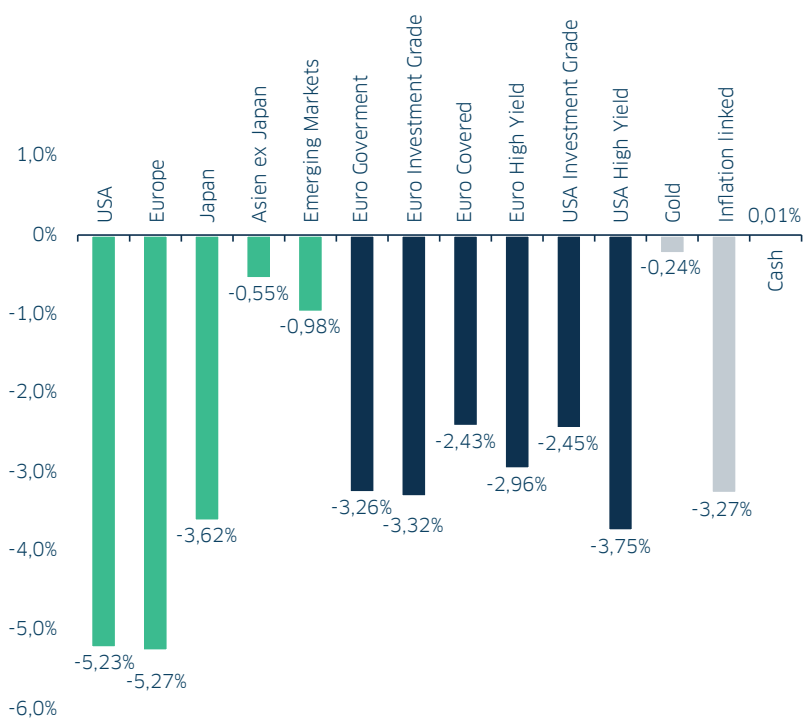
Was bedeutet dies für unsere Positionierung in Abbildung 8 und 9? Ähnlich wie in den Vormonaten sehen wir die größten Belastungen in Europa (Konjunktur, Geopolitik, Energiepreise) und gewichten Europa relativ zu allen anderen Aktienmärkten unter. Insgesamt sind wir aber leicht positiv für Aktienmärkte und rechnen kurzfristig eher mit einer Gegenbewegung, auch wenn sich der langfristige Abverkauf an den Aktienmärkten fortsetzen dürfte. Mit Untergewichten bei Staatsanleihen und Inflationsanleihen positionieren wir uns für steigende Nominal- und Realzinsen als Folge einer restriktiveren Geldpolitik und bevorzugen weiterhin Spreadrisiken (Investmentgrade) gegenüber Defaulttrisiken (High Yield).

Abbildung 8: Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 26.09.2022

Abbildung 9: Marginal Contribution to Risk (MCTR)



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 26.09.2022

Alle Positionen sind auf ein aktives Risiko (Tracking Error) von 1% skaliert. Ein Investor mit höherem Risikoappetit passt sein Portfolio einfach an, indem er die Positionen des Modellportfolios mit einem gewünschten Multiplikator versieht. Wird eine Verdopplung des TE gewünscht so müssen die Positionen einfach mit zwei multipliziert werden.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr

B. Scherer

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:

14.10.2022