



LB BW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für November

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

8. Dezember 2022 | Ausgabe 9 /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 vorherrschende Rally an den internationalen Kapitalmärkten setzte sich zur Verwunderung einiger Marktteilnehmer im November dynamisch fort. Das mag angesichts eines anhaltenden Krieges in Europa, einer Energiekrise historischen Ausmaßes, zweistelligen Inflationsraten und restriktiven Notenbanken überraschen. Vor allem die mit 7,7% schwächer als erwartet ausgefallene US-Inflation befeuerte das Narrativ eines baldigen „Fed-Pivot“. Beschleunigt wurde die Bewegung durch die Veröffentlichung der FOMC Minutes, sprich dem Protokoll der letzten Fed Sitzung. Die zuletzt schon weniger hawkishen Töne wurden hier nochmals bestätigt. Ein großer Teil der Fed-Funktionä-

re spricht sich demnach für eine Verlangsamung der Zinsanhebungen aus. In seiner letzten Rede vor der „Black-Out-Period“ im Vorfeld zum kommenden Fed-Meeting, unterlässt Jerome Powell bewusst hawkische Aussagen. Dies, in Verbindung mit der Ankündigung, dass bereits im Dezembermeeting ein kleinerer Zinsschritt i.H.v. 50bp anstelle der bisher erwarteten 75bp folgen könnte, motivierte die Märkte weiter zu steigen. Die Aktienmärkte preisen demnach keine bzw. nur eine leichte Rezession ein und glauben daran, dass sich die Zentralbanken früher von ihrer restriktiven Geldpolitik abwenden. Die Konsumenten ließen sich die Laune ebenfalls nicht verderben und haben am „Black Friday“ zugeschlagen und für Rekordumsätze gesorgt. Inflationsbereinigt liegt der diesjährige Black Friday jedoch unter den Vorjahren.

Die vorhandene Nachrichtenlage, mit weniger schlechten News, verhalf dem DAX zu einer starken Aufholjagd. Zuletzt bestätigten etwas bessere Frühindikatoren wie PMI und IFO-Index eine Erholung der Stimmung bei Unternehmen und auch das Vertrauen der Verbraucher erholte sich etwas von den Tiefständen. Zur positiven Stimmung trugen zudem Entspannungen in den Lieferketten und rückläufige Frachtkosten bei. In diesem Umfeld konnte der deutsche Leitindex gut 60% seiner Verluste, ausgehend vom Jahreshoch im Januar, wieder aufholen. Auf Jahressicht liegt der Index somit „nur noch“ 9,37% im Minus. Allein im abgelaufenen Monat konnte der DAX 8,63% hinzugewinnen. Zuletzt konnte der europäische Aktienmarkt den US-Markt deutlich outperformen. Neben den rückläufigen Energiepreisen konnten die europäischen Aktien in der abgelaufenen Bilanzsaison etwas besser abschneiden als das US-Pendant. Der Euro Stoxx 50 schloss im November 9,60% höher, während der breite amerikanische Aktienmarkt lediglich 5,38% steigen konnte. Die US-Tech-Werte profitierten von den zuletzt rückläufigen Zinsen und stiegen um 5,48% an. Insgesamt schlugen sich die Large-Caps besser als die Small- und Mid-Caps, welche dennoch um 2,15% hinzugewinnen konnten. Der schnelle Anstieg im Aktienmarkt wurde durch technische Faktoren, wie dem Eindecken einer großen Zahl an Shortpositionen, beschleunigt. Der Aktienmarkt notiert mit einem sich deutlich verbesserten Sentiment nun wieder über seiner 200-Tagelinie. Wie lange die Rally noch Bestand hat ist jedoch fraglich. Die Momentumindikatoren deuten auf einen stark überkauften Markt hin. So notiert der RSI (Relative Strength Indicator) seit Anfang November im Bereich über 70 und stieg teilweise auf ein 23-Jahreshoch an. Werte von über 70 sprechen für eine drohende Korrektur. Trotz rückläufiger Earnings stieg die Marktbewertung durch die neueste Kursbewegung ebenfalls wieder an. Gegen einen Abbruch der Rally spricht neben der Saisonalität im Dezember die nach wie vor hohe Anzahl an Investoren, die im Aktiensegment untergewichtet sind. Sollte der Markt weiter steigen könnten diese Investoren einsteigen, um die Rally nicht weiter zu verpassen. Die präferierten Sektoren haben im Bewertungsmodell zuletzt gedreht. Das Branchen-Modell ist nun stärker in High Beta Sektoren investiert, was durch die Marktbewegungen zu erklären ist. Unternehmen aus der Medienbranche haben an Stärke gewonnen, ebenso Banken. Energietitel zeigen weiterhin eine Outperformance. Im derzeitigen Umfeld könnten zudem Financials / Versicherungen in der Allokation übergewichtet werden. Aus China erreichten uns zum Ende des Monats vermehrt Bilder von Demonstrationen. Die steigenden Corona-Fälle in Verbindung mit harten Lockdowns sorgen in der Bevölkerung für Unmut. Vor allem, wenn in Qatar eine Fußball-WM mit vollen Stadien gespielt wird. Den Großteil des Monats wurde jedoch das „Reopening Chinas“ an den Märkten gespielt. So stieg der chinesische Aktienmarkt um 9,81% an, während

die technologielastige Börse in Hong Kong sogar 26,62% hinzugewinnen konnte. Der japanische Markt wiederum stieg lediglich um 1,38% an.

Das derzeitige Volatilitätsumfeld spricht weiterhin für wenig Stress im Aktienmarkt. Die Volatilitäten notieren auf den Jahrestiefs. Der Verkauf von Aktienvolatilität ist aktuell nicht attraktiv, gerade vor dem Hintergrund, dass die realisierte Volatilität zuletzt hochgelaufen ist. Das derzeitige Niveau bietet sich eher für den Kauf von Volatilität bzw. Gamma an. Abhängig von der Marktmeinung kann die Prämie für Puts oder Calls (Upside-Hedge) ausgegeben werden. Aufgrund der Lage der Volatilitätskurve bieten sich Optionen mit einer Laufzeit von zwei bis drei Monaten und „out of the money“ auf den Euro Stoxx 50 an. Zur Finanzierung der Aktienoptionen kann die nach wie vor deutlich erhöhte Volatilität am Rentenmarkt verkauft werden.

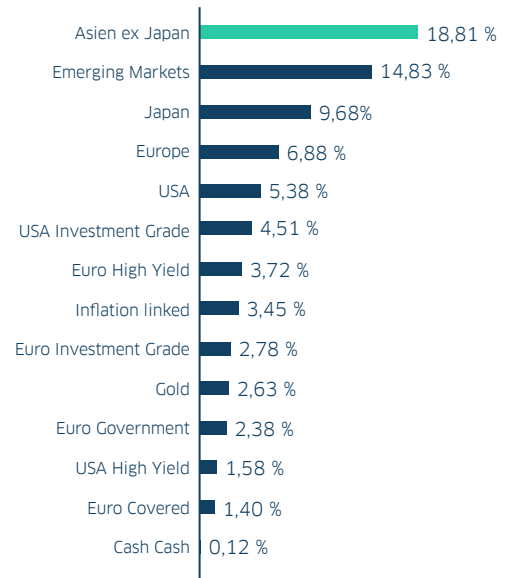
Mitte Dezember werden der Offenmarktausschuss der US Notenbank und die EZB über den weiteren Zinspfad beraten. Ob die vom Fed-Vorsitzenden in Aussicht gestellten kleineren Zinsanhebungen um nur 50 BP genügen werden, um die aktuell gute Stimmung fürs erste zu konservieren und der Blick durch die Winterrezession hindurch gelingen kann, wird sich zeigen müssen. Zumindest in Europa bleibt die Inflation mit 11,3% in Deutschland und 10% im gesamten Euroraum mit einer Kernrate von 5% viel zu hoch um über ein Ende des Zinserhöhungszyklus nachzudenken. Zudem wird die Volatilität der Inflation aufgrund staatlicher Eingriffe, wie bspw. der Möglichkeit, dass Unternehmen bis zu 3.000 EUR steuer- und sozialabgabenfrei ausbezahlen können oder der Gaspreisbremse erhöht bleiben. Daneben stellt sich die Frage, ob die Auslöser der Markterholung, wie Zinsrückgang, bessere Frühindikatoren, niedrigere Energiepreise, Verbesserung der Lieferketten und in Aussicht gestellte Lockerung der Null-Covid Politik in China, von Dauer sein werden. Die EZB wird im kommenden Meeting vermutlich einen Zinsschritt von 50bp vornehmen. Derzeit preist der Markt ein Zinshoch in den USA bei ca. 4,95% und in Europa bei ca. 3,00% ein. Ob die EZB tatsächlich so weit gehen kann ist in Anbetracht der Fragmentierungsrisiken in der Peripherie Europas fraglich.

Die Aussichten auf eine lockerere Fed-Politik im kommenden Jahr verhalten dem Euro ggü. dem US-Dollar zuletzt zur Stärke und ließen das Währungspaar von 0,9882 auf 1,0406 (+5,30%) ansteigen.

An den Creditmärkten wurde das vorläufige Renditehoch gesehen und die Unternehmensanleihen stiegen deutlich. Im vergangenen Monat sind mit fallenden Renditen, sinkenden Spreads und einem sich einengenden Bund-Swap-Spread viele Punkte für das Anlagesegment gelaufen. Insgesamt sollte weiterhin mit Vorsicht investiert werden. Gute Qualität ist zu bevorzugen und das High Yield Segment sollte gemieden werden. Zudem sollte die Duration auf diesen Levels mit einer inversen Swapkurve verkürzt werden.

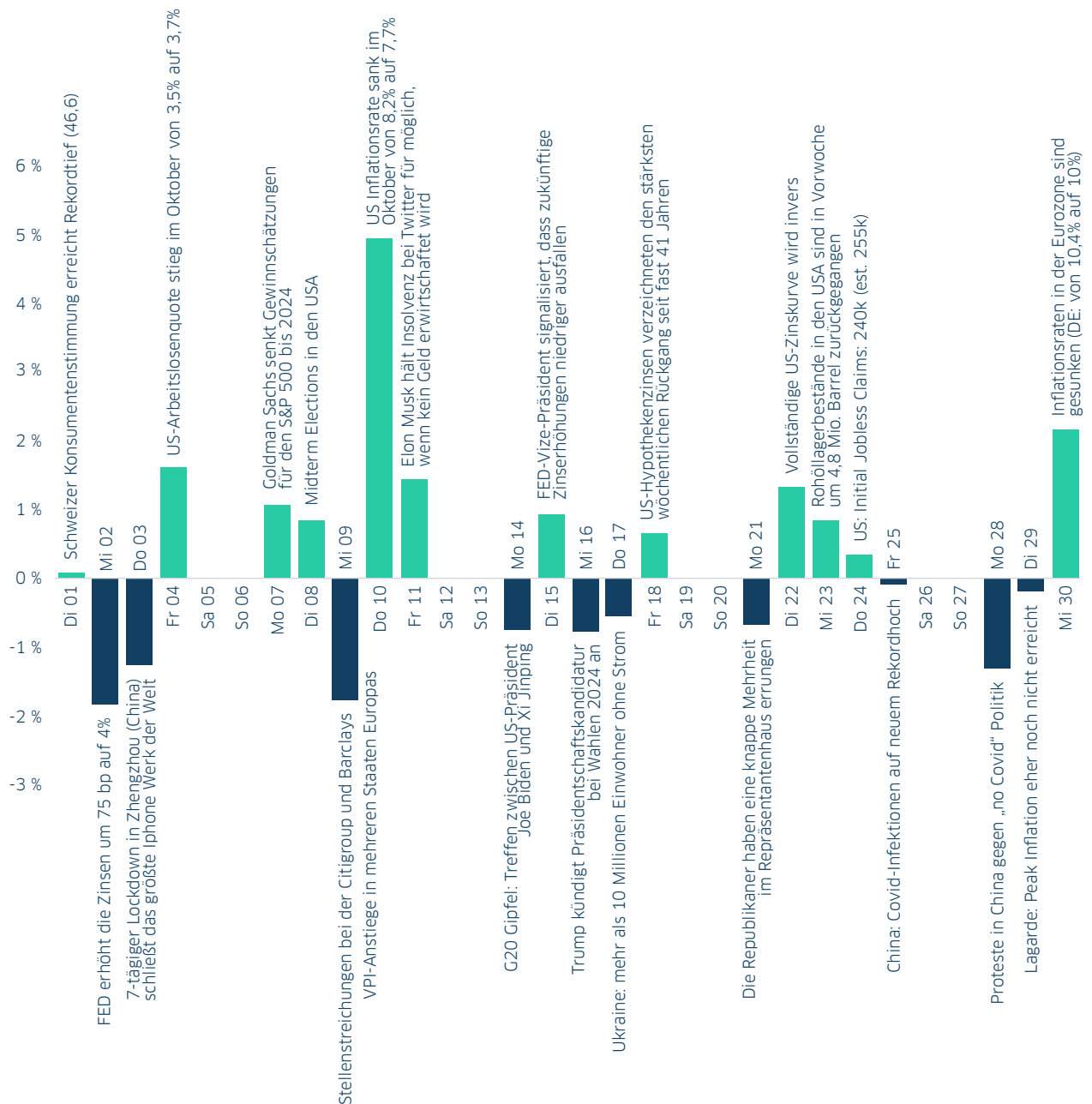
Gold konnte zuletzt wieder etwas Boden gutmachen und schloss den Monat bei 1.768,52 USD ab. Im November beläuft sich das Plus somit auf 8,26%. Brent-Oil bewegte sich volatil zwischen 76,35 USD und 92,50 USD. Auf Monatssicht verlor Brent 6,91%, womit der Rohstoff den nach wie vor drohenden Nachfragerückgang aus China zu verarbeiten.

Performance ausgewählter Asset Klassen seit dem letzten IC



Quelle: Bloomberg

Quelle: Bloomberg



Quelle: Bloomberg

Positionierung

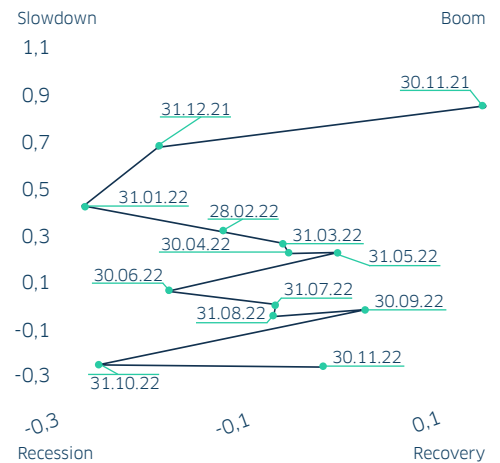
Ken Galbraith hat einmal gesagt: "There are two types of forecasters: Those who don't know and those who don't know that they don't know". Letztere sind diejenigen, die von einer Bear Market Rally sprechen. Eine Bear Market Rally bedeutet, dass Aktienmärkte wieder unter den bisherigen Tiefpunkt (Ende September) fallen. Bei der hohen realisierten Volatilität in diesem Jahr ist das möglich, aber nicht zu erwarten. Die Märkte haben sich zum gegenwärtigen Bewertungsniveau bewegt, weil der Pfad der risikofreien Realzinsen

weniger schnell ansteigt und sich die geforderten Risikoprämien wieder reduziert haben. Nicht, weil Anleger übersehen haben, dass die Konjunktur im ersten Halbjahr 2023 weniger robust sein könnte. Die Idee, dass es offensichtlich ist, dass der Markt einen erwarteten konjunkturellen Abschwung nicht diskontiert hat, ist wenig plausibel. Im Übrigen haben sich die konjunkturellen Aussuchten wieder stabilisiert wie wir dem Business Cycle entnehmen können.

Kurzfristiges Momentum, positive Saisonalität und extrem negatives Sentiment sprechen für eine Fortsetzung der Kursbewegung. Wo das neue Gleichgewicht liegt, wissen wir nicht (siehe Galbraith) aber wahrscheinlich nicht unter den September-Lows. Wir bleiben daher bei Aktien konstruktiv und gehen mit einer Netto Long-Position in den Dezember. Im US Aktienmarkt sehen wir die größten Risiken (zu hohe Bewertung und ein negativer Ausblick auf den US Dollar) und gewichten diesen daher substantiell unter.

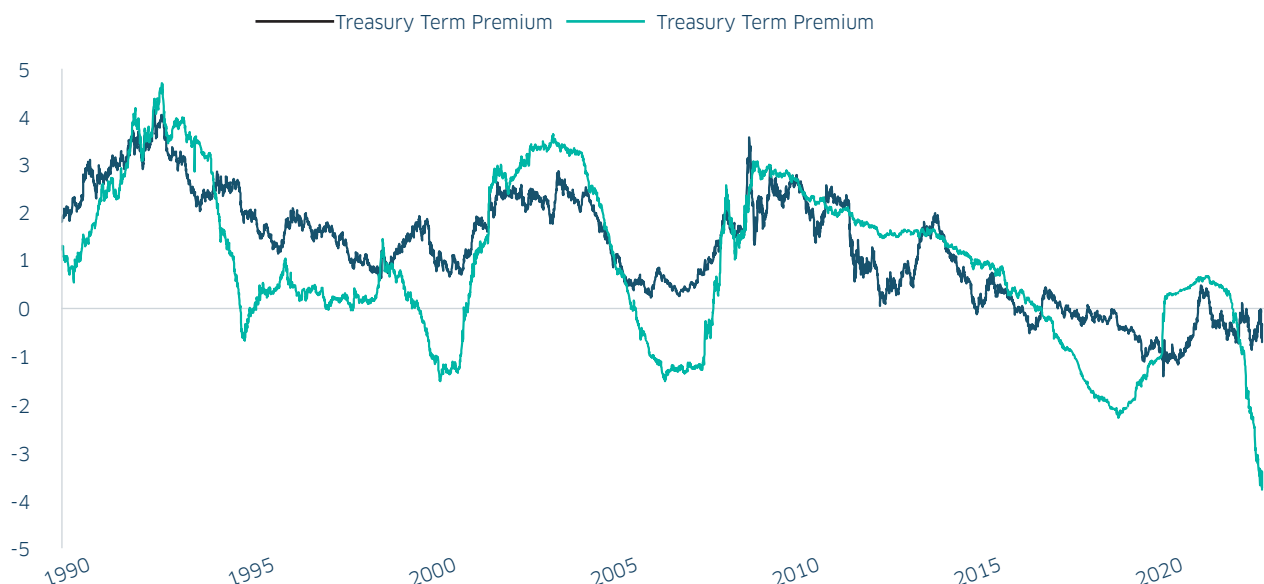
Im Bereich der Rates bleiben wir weiterhin deutlich negativ. Wir beobachten in Europa eine expansive Fiskalpolitik. Die Folgen des „Terms of Trade Schocks“ (Energiepreise) auf die europäischen Volkswirtschaften sollen abgemildert werden. All dies trifft auf eine restriktive Geldpolitik. Letztere erhöht bewusst die Zinsen für die Kreditaufnahmen von Staaten, um den Inflationsschub durch aggressive Fiskalpolitik zu mindern. Über das nächste Quartal sehen wir daher steigende Zinsen um bis zu 75bps auf zehnjährige Anleihen und gewichten Duration in unseren Portfolien substantiell unter. Der Markt erwartet gegenwärtig nur eine moderate Rezession. Damit verbunden ist ein nur langsamer Inflationsrückgang. Hierfür ist die gegenwärtige Term-premium (siehe Abbildung 4) zu gering. Neben nominalen Rates sind wir auch reale Rates short. Die Position sieht klein aus (-3.8%) hat aber etwa die doppelte Duration wie nominale Staatsanleihen.

Business Cycle Indikator



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

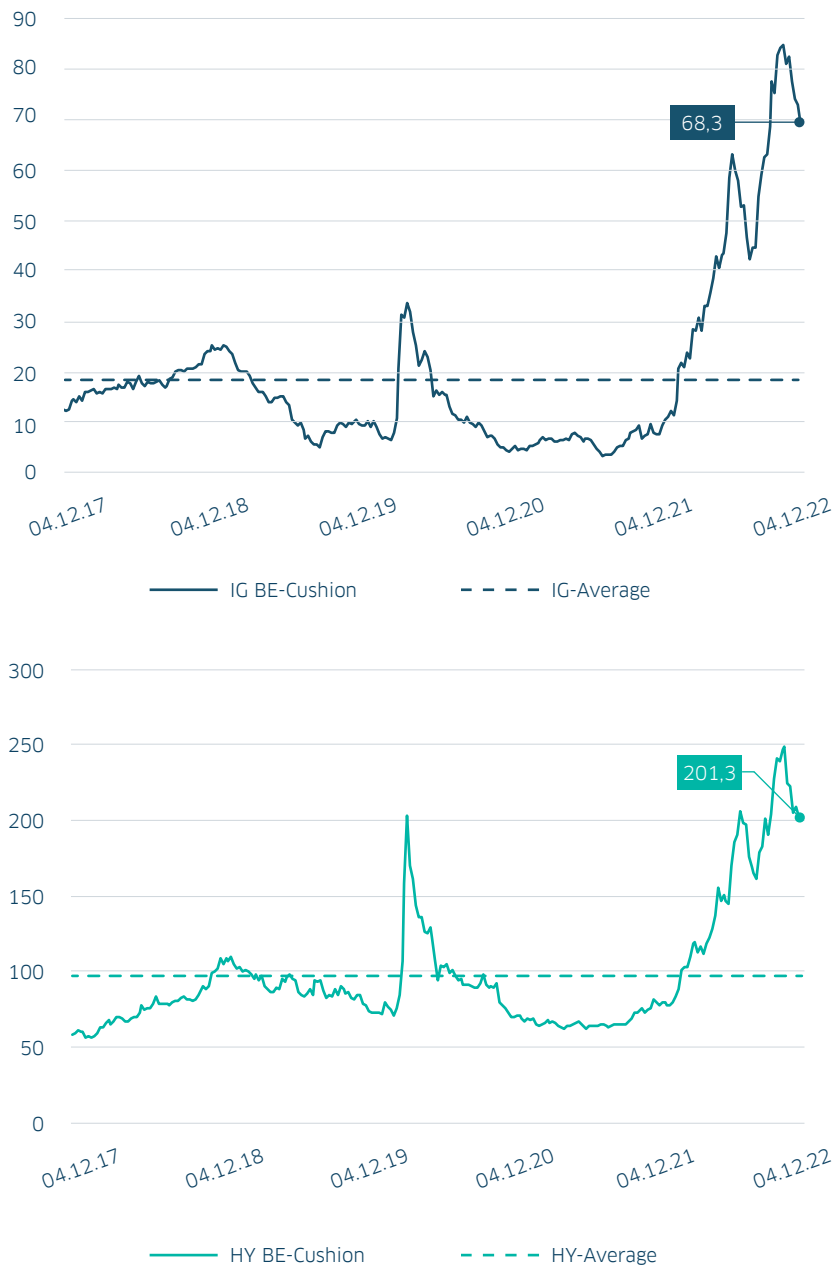
Abbildung 4: Treasury Term Premium und Detrended 1Y Shortrate



Quelle / Berechnung: FED Website, https://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term-premia-tabs#/interactive

Im Credit Bereich gehen wir mit einem Übergewicht an Investment Grade Bonds (in Europa und USA) in den Monat. Die erzielte Carry zeigt einen auskömmlichen Puffer (Breakeven Zinsanstieg), ob aus Spread oder risikofreier Rendite wie in Abbildung 5 zu sehen ist. Der Puffer errechnet sich aus der Babcock Approximation: Rendite gleich Yield (carry) abzüglich Duration mal Zinsänderung (Kursverlust). Setzt man den Ausdruck gleich Null und löst für die Breakeven Zinsänderung auf, so ergibt sich diese als Yield/ Duration.

Abbildung 5: Breakeven-Cushion (Rendite / Duration)



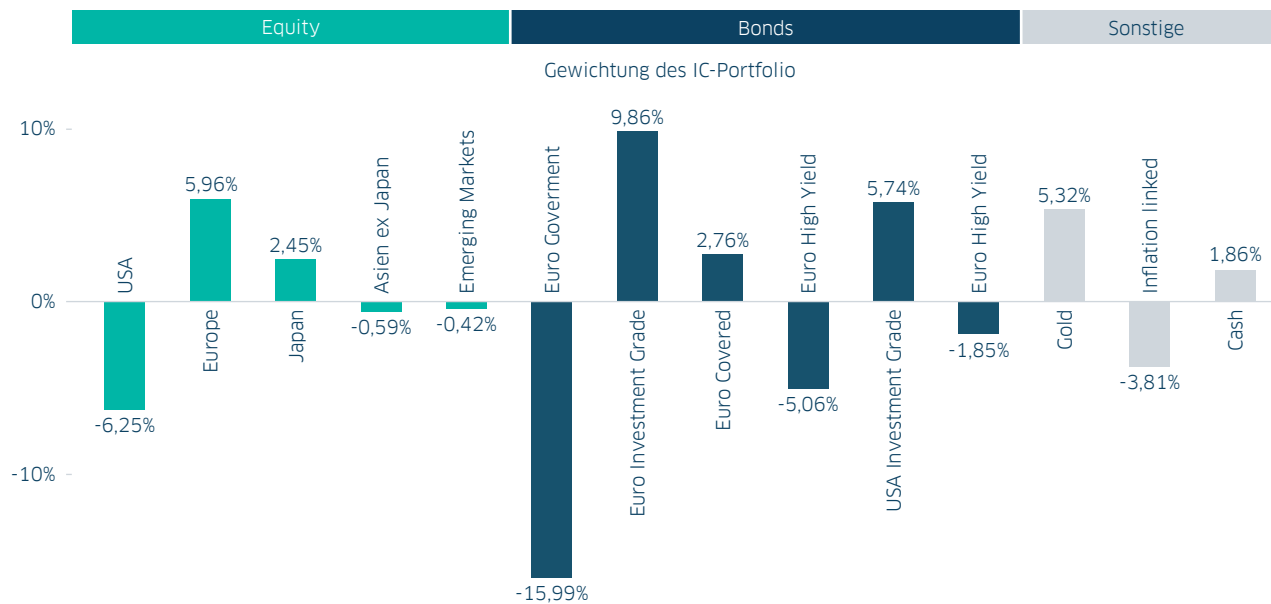
Quelle / Berechnung: Refinitiv Datastream; LBBW AM

High Yield Anleihen gewichten wir weiter unter, da uns die Renditen noch nicht ausreichend genug erscheinen, um für Illiquidität und Rezessionsrisiken zu kompensieren. Wie auch in den vergangenen Monaten behalten wir unsere aktive Gold-Position als Absicherung gegen

Krisenszenarien und Politikfehler. In Euro wird diese Position außerhalb von Krisenzeiten relativ stabil bleiben, da eine Dollarschwäche typischerweise mit einem Goldpreisanstieg einhergeht.

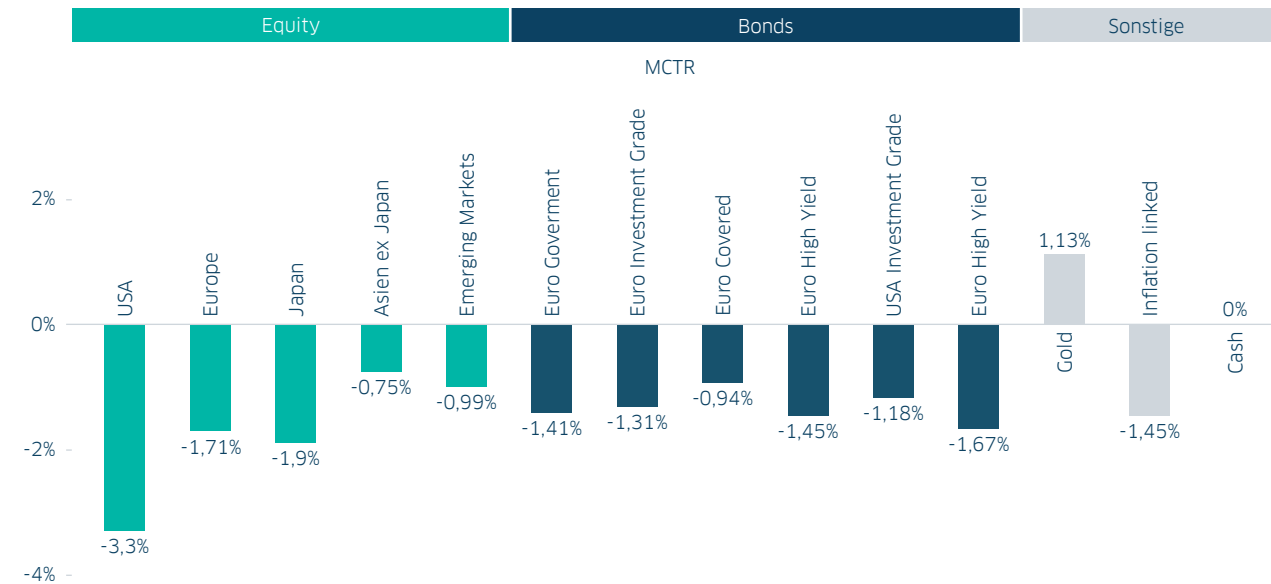
Zusammengefasst finden Sie die Positionen und deren marginale Risikobeiträge in Abbildung 6 und 7.

Abbildung 6: Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 28.11.2022

Abbildung 7: Marginal Contribution to Risk (MCTR)



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 28.11.2022

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 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:

8.12.2022