



LB BW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für Januar

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

12. Januar 2023 | Ausgabe 1 /2023

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

Ein herausforderndes Anlagejahr 2022 hat mit dem Jahreswechsel die Bücher geschlossen. Der Krieg in der Ukraine, Inflation in nicht gekanntem Ausmaß und eine drastische Wende der Geldpolitik haben den professionellen und privaten Anleger über das Jahr hinweg alles abverlangt. 2022 war seit 1926 erst das dritte Jahr, neben 1931 und 1969, in dem in den USA Aktien als auch Anleihen mit Verlusten aus dem Handel gingen. Einer der schnellsten und stärksten Zinsanstiege alle Zeiten führte beim klassischen 60%-40%-Portfolio zu massiven Verlusten von über 17%. Als Folge der hohen Zinsen schwächelte zudem vielerorts der Immobilienmarkt. So fielen bspw. die deutschen

Hauspreise im Jahresverlauf um über 4% und auch andernorts mussten Darlehensnehmer tiefer in die Taschen greifen, da die Zinsbindungen im Vergleich zu Deutschland deutlich geringer sind. Siehe bspw. Großbritannien, wo ein Großteil der Immobiliendarlehen variabel verzinst werden. Aber auch die Refinanzierung von Unternehmen verteuerte sich zunehmend, was insbesondere auf liquiditätsschwache Unternehmen negative Auswirkungen haben wird.

Wer gehofft hatte, sein Portfolio mit Gold oder einer moderneren Version in Form des Bitcoins inflationssicher zu machen, musste ebenfalls Rückschläge hinnehmen. Während Gold sich im abgelaufenen Jahr im Kontext steigender Realzinsen und eines starken US-Dollars um lediglich 0,52% verteuerte, musste der Bitcoin um ca. 65% nachgeben und fiel von über 47.000 USD auf 16.580 USD zum Jahresende. Beschleunigt wurde der Rückgang durch den Crash der Handelsbörse für Kryptowährungen „FTX“, der das Vertrauen in die Anlageklasse massiv beschädigte. Besser performte im Risk-Off Umfeld der US-Dollar als Krisenwährung. Aber auch die Geldpolitik der amerikanischen Notenbank trug ihrerseits zur positiven Entwicklung des Greenback bei. Im abgelaufenen Jahr ist der Kurs der europäischen Gemeinschaftswährung im Vergleich zum Dollar von 1,1325 EURUSD auf 1,0705 EURUSD um -5,47% zurückgegangen. Im September markierte der Wechselkurs sein Jahrestief bei 0,9594 EURUSD.

Mit Blick auf das kommende Jahr stehen Anleger vor einer in der Breite der Analysten erwarteten Rezession mit extrem inversen Zinskurven in den USA, aber auch in Europa. Zum ersten Mal in der Historie wird von den führenden Investmentbanken im Mittelwert ein negatives Aktienjahr vorhergesagt. Die Frage ist demnach weniger ob es zu einer Rezession kommt, sondern eher wann und ob diese milder ausfällt, als es der Konsens derzeit erwartet. Für das sogenannte „Soft-Landing“ sprechen weniger stark als bisher erwartete Gewinnrückgänge, ein Peak in den Inflationszahlen und weniger Druck auf der Lohn-Preis-Spirale.

Die europäischen Aktienmärkte zeigten sich im Dezember im Vergleich zu ihren US Pendanten deutlich robuster und gaben mit 6% Verlust weniger als ein Drittel der Kursgewinne der beiden vorangegangenen Monate wieder her. Der DAX beendete das Jahr bei 13.923,59 Punkten und gab damit auf Monatssicht um -3,29% und auf Jahressicht um -12,35% nach. Der breite europäische Aktienmarkt verlor zuletzt -4,04% und beendete das Jahr mit einem Minus von 11,90%. Überraschend ist die seit September laufende Outperformance gegenüber den US-Aktien. Die amerikanischen Werte befinden sich im Konjunkturzyklus vor Europa und kämpfen bereits mit stärkeren Abstufungen der Gewinnerwartungen. Ob dies in den kommenden Monaten eine Blaupause für die europäischen Aktienmärkte ist, bleibt abzuwarten. Die zuletzt deutlich bessere Entwicklung in Europa dürfte nicht zuletzt auf das ungewöhnliche warme Wetter und die gut gefüllten Gasspeicher zurückzuführen sein. Einmal ist damit das Risiko einer Gasknappheit und Rationierung deutlich gesunken und die Terminmarktpreise für Gas beendeten das Jahr bei 76 €/kwh und damit unter dem Preis von 87 €/kwh Ende 2021. Allerdings bleibt das Risiko des Wiederaufflammens einer Energiekrise im Jahr 2023 omnipräsent. Der breite US-Aktienmarkt verlor im abgelaufenen Jahr -18,34% an Wert, während die Tech-Werte durch massiv steigende Zinsen und damit einhergehenden niedrigeren Barwerten der zukünftigen Gewinne sogar um -32,83% nachgaben. Nach 2002 das schlechteste Jahr für diese

Anlageklasse. Aus Sicht eines Euroinvestors verloren US-Tech-Werte damit 9,06% im Dezember, während der breite Markt um 5,90% nachgab. Der Index der großen Technologiewerte notiert derzeit an einer technisch interessanten Marke, die für taktische Einstiege in solide Unternehmen genutzt werden kann. Zudem könnte der Jahresstart saisonal bedingt und auf Grund neuer Risikopuffer der Anleger nicht ganz so schwach ausfallen, wie es in der Breite erwartet wird. Mit der derzeit noch niedrigen Aktienvolatilität können verhältnismäßig günstig Calls erworben werden, um das Upside-Risiko eines nach oben durchlaufenden Marktes abzusichern. Wer auf diesen Niveaus eher vorsichtig vorgehen möchte, kann die günstige Volatilität für den Kauf von Puts verwenden.

In China zeichnet sich ein Ende der Null-Covid-Politik ab. Dies dürfte mit Abebben der aktuellen Ansteckungswelle und mit Blick auf das kommende Frühjahr die Perspektiven für das dortige Wachstum wieder verbessern und dazu beitragen, dass die Lieferkettenproblematik weiter an Bedeutung verliert. Mit dem angelaufenen Reopening kommen jedoch auch Probleme in Form einer niedrigen Impfquote und überlasteten Krankenhäusern auf die Volkswirtschaft zu, die gelöst werden müssen. Vorerst feiern die Märkte die offene Politik und ließen die Börsen in China um 0,48% und in Hong Kong um 6,37% im Dezember ansteigen. Unterstützend wirkten zudem weitere Maßnahmen des Landes um die Wirtschaft wieder anzukurbeln, wie bspw. ein Senken der Mindestreserve für Banken und der Senkung der Leitzinsen. Die Dezember-Bewegung hat im Kontext zu den Kursrückgängen im Jahr 2022 i.H.v. 19,53% bzw. 11,48% eine eher homeopathische Wirkung gehabt.

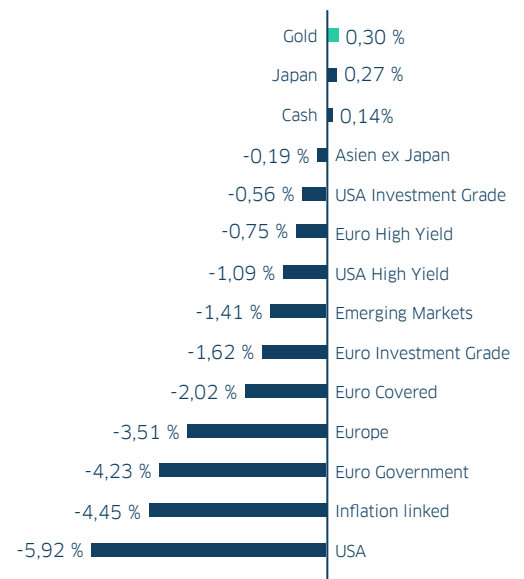
Der Dezember stand wieder einmal im Zeichen der Notenbanken und deren Aussagen zur Konjunktur und den Kapitalmärkten. Mitte Dezember hatten die US-Notenbank und die EZB die Leitzinsen jeweils um weiter 50 BP erhöht und die Anleger in Anbetracht der sehr hohen Inflationsraten auf die Notwendigkeit weiter steigender Zinsen hingewiesen. Verbal wurde der Kapitalmarkt darauf vorbereitet, dass es keinen Zweifel daran gibt, dass die Zentralbanken der Bekämpfung der Inflation höchste Priorität zurechnen. In Anbetracht der drastischen Zinsanhebungen im letzten Jahr, allen voran der FED um 4,25% in nur sieben Sitzungen, zusammen mit der Energie- und Inflationskrise, zeigt sich die Wirtschaft sowie der Arbeitsmarkt bislang erstaunlich resilient. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass die Straffung der Geldpolitik ihre Wirkung erst im Laufe des Jahres 2023 entfalten wird. Dennoch schien zuletzt die Zuversicht wieder die Oberhand zu gewinnen. In den USA könnte die Inflation ihren Höhepunkt hinter sich haben. Zwar ist noch mit weiteren Zinsanhebungen diesseits und jenseits des Atlantiks zu rechnen, aber mit Blick auf das zweite Halbjahr gewinnt die Wahrscheinlichkeit für ein Ende des Zinserhöhungszyklus deutlich an Kontur. Auch in Europa zeichnet sich ab, dass der Preisdruck schon rein basisbedingt wieder deutlich zurückgehen kann. Zinsseitig war das abgelaufene Jahr ein sehr besonderes. Die 10-Jahresrenditen in Deutschland stiegen von -0,17% auf 2,57% zum Jahresende an. Die markante Markterholung der beiden vorangegangenen Monate konnte im Dezember nicht fortgesetzt werden. Allein im Dezember stiegen die Renditen wieder von 1,93% auf 2,57% an. Die Inversion der Zinskurve bleibt weiterhin auf Extremwerten. Im Jahresverlauf notierten die 2-jährigen deutschen Bundesanleihen zeitweise 0,37% über den 10-jährigen Papieren. Im kommenden Jahr wird sich das Angebot an Bonds durch die TLTRO Rückzahlungen und das zurückgehende Kaufinteresse der EZB massiv ausweiten. Es bleibt

abzuwarten, wie der Privatsektor das enorme Angebot aufnimmt und ob dies Druck auf Bonds ausüben wird. In den USA zeigte sich ein ähnliches Bild. Die 10 Jahre laufenden US-Treasuries stiegen seit Beginn des Jahres 2021 von 1,50% auf in der Spitze 4,24% an, um das Jahr bei 3,87% zu beenden. Die Inversion der Zinskurve in den USA, welche als zuverlässiger Rezessionsindikator gilt, hat ebenfalls weiterhin Bestand. Im Tief notierten die 2-jährigen US Staatsanleihen, welche besonders sensibel auf Veränderungen der Leitzinsen reagieren, 0,84% höher als zehn Jahre laufende Anleihen. Zum Vergleich, zu Beginn des Jahres 2022 notierten die langlaufenden Anleihen noch 0,86% über den kurzlaufenden. Im gleichen Zeitraum ist der weltweite Bestand an negativ verzinsten Anleihen fast vollständig zurückgelaufen.

Im Creditsegment ist der Anteil an gestressten Titel zuletzt auf über 650 Mrd. USD angestiegen. Der Stress resultiert primär aus der Einnengung der Finanzierungsoptionen von Unternehmen. Die Verschuldungs- zu Earningsquote ist auf den Ständen von 2007 angekommen. Es bleibt weiterhin bei der Aussage, in diesem Segment vorsichtig in kürzere Laufzeiten mit guter Bonität zu investieren. Dabei sollten Investment-Grade Titel weiterhin den High-Yield-Anleihen vorgezogen werden.

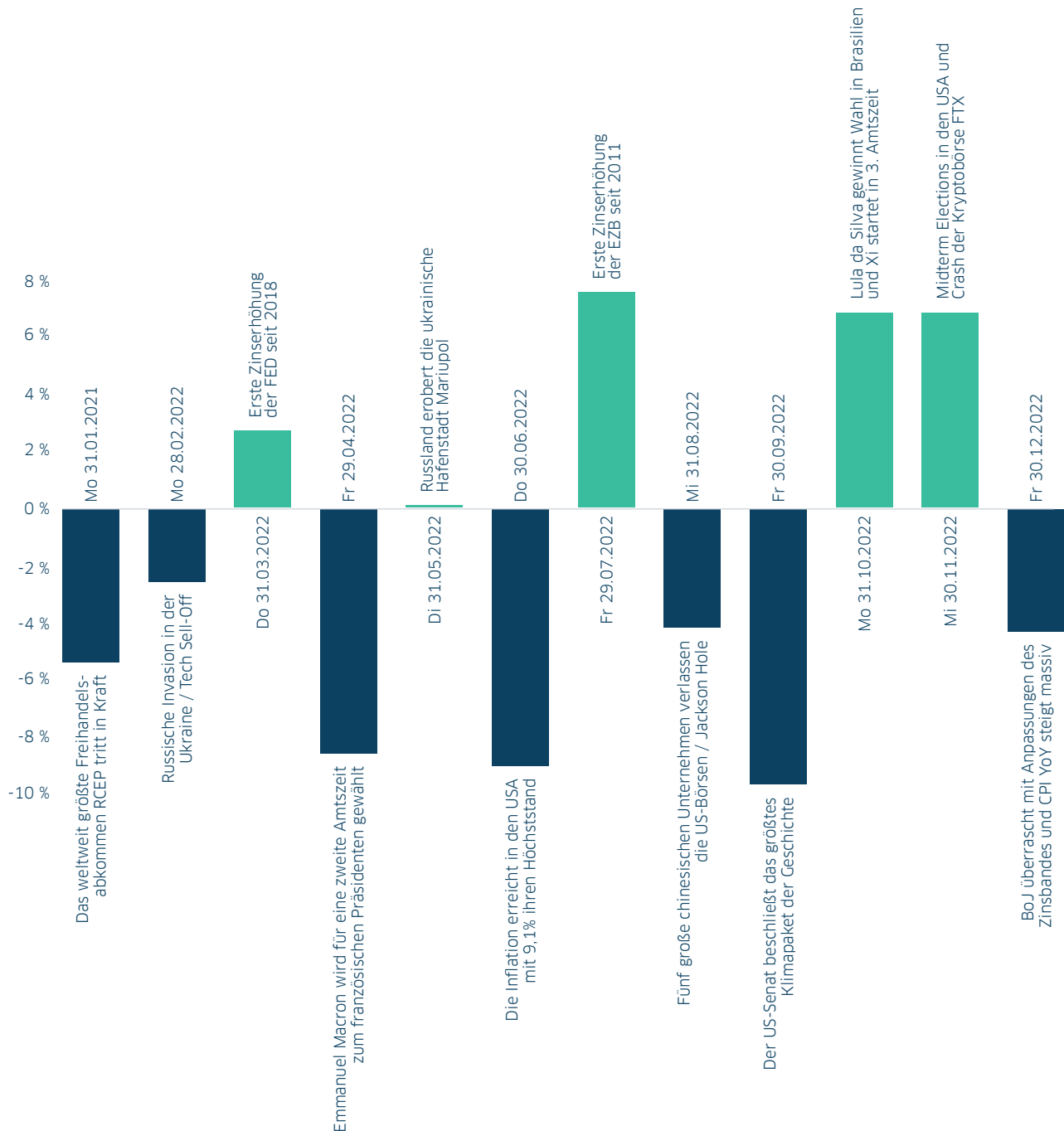
Im Dezember glänzte das gelbe Edelmetall wieder und konnte im Preis um 3,14% ansteigen. Der Preis von einem Barrel Brent ging im Dezember um 0,36% zurück. Mit Blick auf das neue Jahr wird die Haltung der OPEC+ in Verbindung mit dem Re-Opening Chinas, als einer der größten Rohstoffnachfrager der Welt, interessant sein. Im abgelaufenen Jahr zeigte sich Rohöl sehr volatil. In der Spitze wurden Preise von 123,70 USD erreicht. Auf 12-Monatssicht liegt Brent mit 6,71% im Plus.

Performance ausgewählter Asset Klassen seit dem letzten IC



Quelle: Bloomberg

Abbildung 2 - MSCI World im vergangenen Jahr

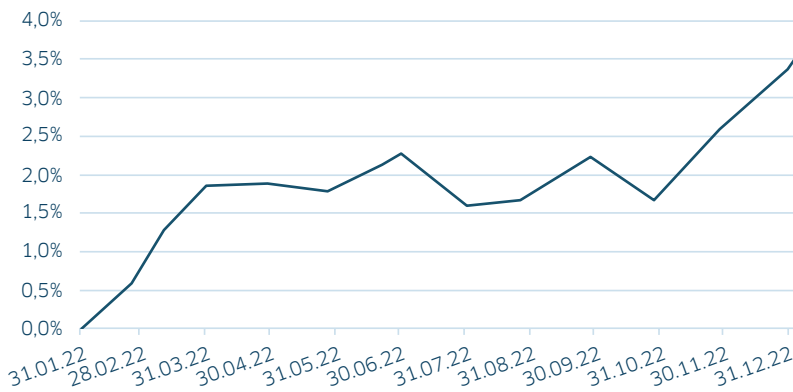


Quelle: Bloomberg

Performance 2022

Das Jahr 2022 war das erste Jahr unseres neu gestalteten Investmentkomitees (IC) in der LBBW Asset Management (hierzu mehr im nächsten thematischen CIO zur optimalen Gestaltung von Investmentkomitees). Gleichzeitig war es ein ungewöhnlich erfolgreiches Jahr. Das AWM-Orientierungsportfolio erzielte eine Rendite von 3.55% (vom 31.01.2022 bis 04.01.2023) bei einem aktiven Risiko von 1%. Die Ergebnisentwicklung lässt sich der Abbildung 3 entnehmen.

Abbildung 3: Renditeentwicklung des AWM-IC-Portfolios seit 31.01.2022 bis 04.01.2023

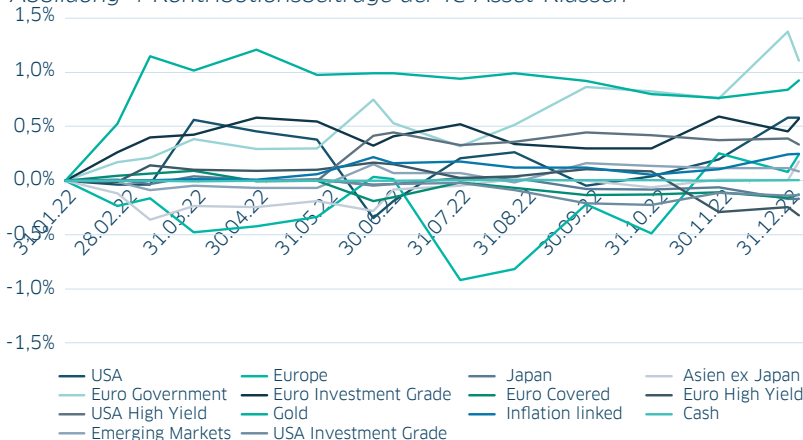


Quelle: LBBW AM

Bis Ende März konnte das AW-IC-Portfolio bereits 1,86% hinzugewinnen und einen soliden Puffer aufbauen. Die Bewegung war primär von Aktien USA und Euro Investment Grade getrieben. Den größten Beitrag leistete im ersten Quartal jedoch Gold mit 1,02%, was in Folge des Kriegsausbruchs in der Ukraine angesprungen ist und als guter Hedge für geopolitische Risiken funktioniert hat. Zudem spielte die positive Entwicklung des US-Dollar der Goldposition in die Hände. Bis Ende Oktober tendierte die Rendite des Portfolios seitwärts in einem Band zwischen 1,60% und 2,18%. Über den Sommer hinweg wurden die Entwicklungen im Markt für europäische Staatsanleihen gut getroffen. Als die Renditen Ende Juli bis Oktober wieder angezogen haben, war das Portfolio in dieser Assetklasse untergewichtet. Europäische Staatsanleihen steuerten zwischen März und Ende Oktober in Summe 0,44% zur Rendite bei.

Anfang November kam wieder Dynamik in die Entwicklung. Der seit einigen Monaten bestehende Trend, dass europäische Aktien das amerikanische Pendant outperformen, wurde im IC-Portfolio durch ein Untergewicht von US-Werten zu Gunsten Europas umgesetzt. Der Trade steuerte allein im letzten Quartal 1,67% zur positiven Entwicklung bei. In Summe lässt sich festhalten, dass Renten mit ca. 1,46% den größten Beitrag leisteten. Es folgen die Aktien mit 0,91% und sonstige Assets, primär getragen durch Gold, mit 1,18%. Die Performance-Kontribution über das Jahr hinweg kann der Abbildung 4 entnommen werden.

Abbildung 4 Kontributionsbeiträge der IC-Asset-Klassen



Quelle: LBBW AM

Mit dieser positiven Entwicklung im Rücken wird das kommende Jahr jedoch nicht weniger herausfordernd. Das Umfeld wird weiterhin anspruchsvoll sein und den IC-Teilnehmern viel Marktgespür abverlangen.

Positionierung

Wir erwarten an den Aktienmärkten in 2023 kein „Reversal“, aber zumindest in den ersten Wochen eine Fortsetzung der Gegenbewegung seit September 2022. Global fallende Inflationszahlen bei robuster Konjunktur nähren in den USA die Hoffnung auf ein „Soft- Landing“. In Europa reduzieren fallende Energiepreise und der milde Winter die erwartete Tiefe einer möglichen Rezession. In China wird die Abkehr von Covid Restriktionen zu steigender wirtschaftlicher Aktivität führen. Marktteilnehmer, mit eher adaptiven Erwartungen, werden durch diese Bewegungen überrascht und müssen sich neu positionieren. Wir gehen daher mit einem Übergewicht von knapp 10% Aktien in den Januar. Die Aktienposition ist auf Europa und Asien ex Japan aufgeteilt. Europa, weil es über die meisten Sektoren hinweg deutlich günstiger bewertet ist und Asien, weil wir dort in 2023 das größte Wachstum erwarten.

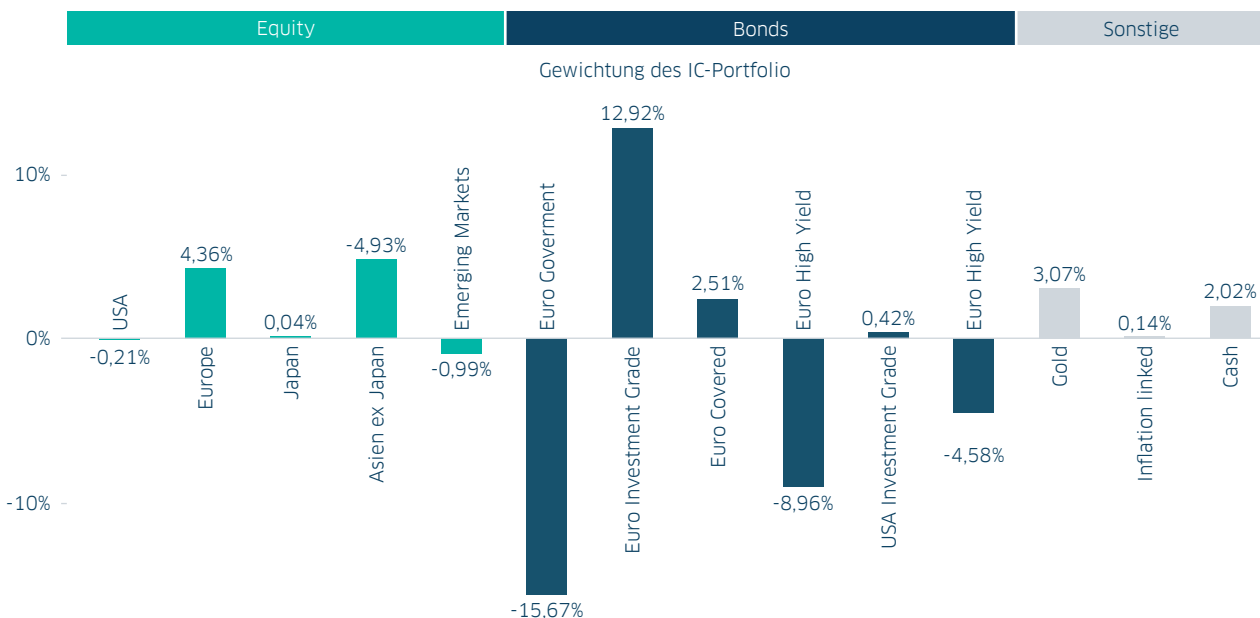
Als Gegenpol zu dieser Risikoposition gewichten wir europäische Staatsanleihen zusammen mit High Yield substantiell unter. Dagegen steht eine Long-Position in Investment Grade Unternehmensanleihen. Die EZB hat einen verlorenen Ruf wiederherzustellen und wird daher eher zu aggressiv agieren. Im Vergleich zur FED muss sie auch nicht auf das Beschäftigungsziel Rücksicht nehmen. Lediglich die Spreads italienischer Staatsanleihen limitieren einen möglichen Zinsanstieg. Sollte die Zentralbanken die Notwendigkeit verspüren, die Finanzkonditionen zu straffen, würden High-Yield Anlagen in Europa und USA stärker verlieren als Unternehmensanleihen und sollte die FED die Hoffnungen des Marktes auf geringer als kommunizierte Zinsanstiege zerstören, so würde sich diese Positionen sehr positiv entwickeln (und Verluste auf der Aktienseite kompensieren). Positionen und marginale Risikobeiträge finden sie wie immer in Abbildung 6 und 7.

Business Cycle Indikator



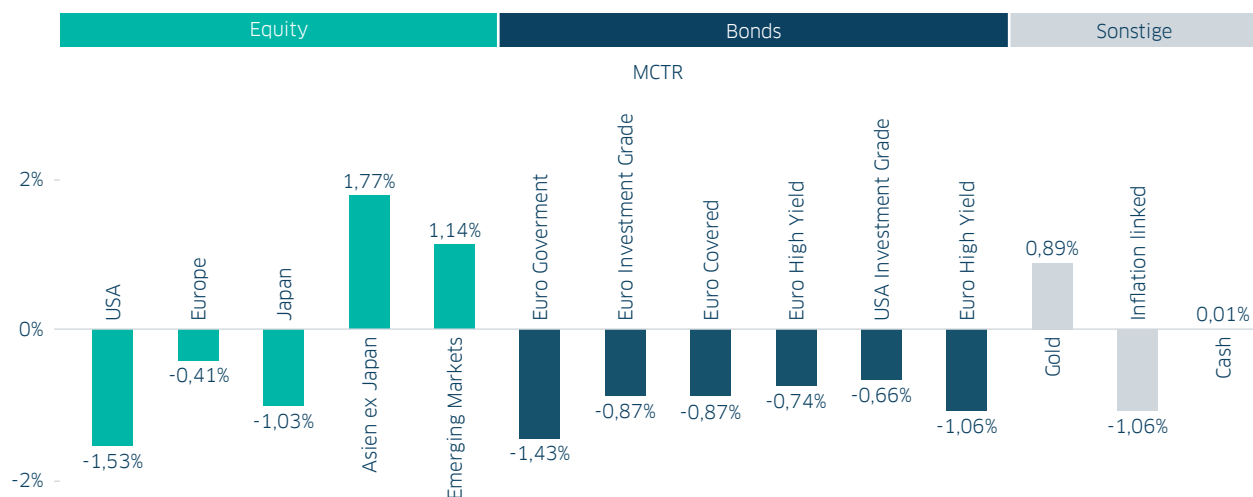
Quelle: Scherer/Apel (2020), Business Cycle Related Timing, Journal of Alternative Investments und Hakkio/Keeton (2009), Financial Stress, Economic Review

Abbildung 6: Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 30.12.2022

Abbildung 7: Marginal Contribution to Risk (MCTR)



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 30.12.2022

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 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:

12.01.2023