



LB BW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für April

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

06. April 2022 | Ausgabe 2/2022

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 eskalierte Konflikt zwischen Russland und der Ukraine bleibt auch im März das marktbeherrschende Thema an den Kapitalmärkten. Durch den ausgesprochenen Einmarschbefehl von Wladimir Putin, mit dem Ziel der Entmilitarisierung der Ukraine sowie der Absetzung der derzeitigen Regierung tobt seit Ende Februar ein Krieg, der bereits ca. 2,5 Mio. Menschen zur Flucht aus ihrem Heimatland getrieben hat. Der Westen reagierte mit harten Sanktionen auf die Invasion. Neben einem Ausschluss russischer Banken aus dem Swift-Zahlungssystem wurden Maßnahmen gegen die russische Zentralbank erlassen, die es verhindern sollen, die einheimische Währung zu unterstützen.

Zudem erfolgten Sanktionen gegen Politiker, Oligarchen und enge Vertraute von Präsident Wladimir Putin. Dies führte zu einem schnellen Downgrade des Schuldners Russland auf CCC und einem Verfall des Rubels zum Euro auf zeitweise über 150 EUR/RUB. Nach der Ankündigung Russlands nur noch Rubel als Zahlungsmittel für Öl- und Gaslieferungen zu akzeptieren, notierte die Währung Ende März wieder bei ca. 90 EUR/RUB.

Der Dax beendete den Monat März mit einem Minus von -0,32%. Die Volatilität im Dax ist in der Spitze auf über 44% angestiegen, was die erhöhte Unsicherheit am Markt widerspiegelt. Im Laufe des Monats kam die Volatilität wieder zurück und notierte zum Monatsende wieder unterhalb der Marke von 30%. Im gleichen Zuge ging die Volatilitäts-Skew zurück, was für weniger Absicherungsgeschäfte der Marktteilnehmer und für gewisse Entspannung spricht. Volatilitätsanstiege zwischen 20% und 40% sind nach wie vor attraktiv um, Volatilität zu verkaufen und somit einen Zusatzertrag zu generieren. Auf niedrigerem Level könnten auch wieder Long-Positionen zur Absicherung der Portfolien interessant werden. Der breite US-Aktienmarkt performte Europa weiter aus und schloss den Monat März mit +3,58% ab. Auch die Technologiewerte zeigten nach dem starken Abverkauf zu Gunsten von Qualitäts- bzw. Dividendenwerten zu Beginn des Jahres eine positive Entwicklung und notierten +4,22% höher. Zudem sind in den letzten Wochen vermehrt Käufe in qualitativ hochwertige Growth-Titel zu beobachten. Insgesamt hat sich so der Spread zwischen den Value-Titeln und den Wachstumswerten wieder etwas eingeeengt. Weiterhin positiv ist ein, im vorsichtigen Terrain, verharrendes Sentiment. So geben viele Sentimentindikatoren derzeit antizyklische Kaufsignale. Aus fundamentaler Sicht können in naher Zukunft vermehrt Gewinnrevisionen durch die Unternehmen erfolgen, da die gestiegenen Kosten für Inputfaktoren wie bspw. Energie und Industriemetalle noch nicht vollständig ihren Weg in die Kalkulation der Unternehmen gefunden haben. Wenn dies der Fall ist, wird vermehrt Druck auf der Margenseite aufkommen. Es bleibt offen, in wie weit verschiedene Sektoren diese Kosten weitergeben können, was zusätzlichen Druck auf die Inflation ausüben würde. Der Konflikt in der Ukraine wirkt hier als Beschleuniger und bestätigt die Gefahr, dass die Gewinnsschätzungen der Analysten derzeit zu optimistisch erscheinen und erhöht das Risiko einer Stagflation. Erste Hinweise hierauf könnten die Erwartungskomponenten des Ifo Geschäftsklimaindex und des ZEW gegeben haben. Die gestiegenen Zinsen am Kapitalmarkt sprechen zudem für eine weitere Stylerotation, wovon perspektivisch Financials profitieren könnten, da die Zinsmargen weiter steigen sollten. Mit Blick auf eine geografische Diversifikation sollte USA ggü. Europa Übergewicht werden, da die Vereinigten Staaten mit weniger als 1% ihres GDP mit Russland in Verbindung stehen. Innerhalb Europas erscheinen Investments im Vereinigten Königreich aussichtsreicher als in Zentraleuropa.

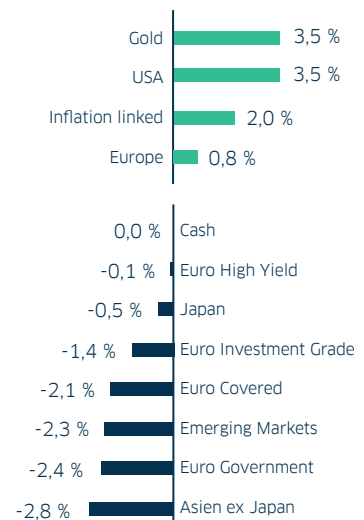
Die starke Abhängigkeit in Westeuropa von Rohstoffimporten aus Russland verschiebt das Inflationsprofil weiter nach oben und wird es nach Aussage der OECD strukturell erhöhen. In Europa wurde eine Inflation von 7,5% YoY und in Deutschland 7,6% YoY veröffentlicht. Für Spanien wurden sogar 10% Inflation gemeldet. Damit nimmt der Druck für eine Normalisierung der Geldpolitik auf die EZB zu. Die Zentralbank hat in der letzten Ratssitzung einen beschleunigten Ausstieg aus dem Kaufprogramm (APP) beschlossen und wird die Käufe voraussichtlich im 3. Quartal beenden. Damit steht einer Zinserhöhung im 4. Quartal

nichts im Wege. Im März korrigierte der Zinsmarkt stark und die Zins-Volatilität koppelte sich weiter von der Aktienvolatilität ab und die Gefahr eines Policy Errors, durch eine zu schnell agierende Geldpolitik, bleibt diesseits und jenseits der Atlantiks hoch. So preist der Markt derzeit eine Fed Fund Erhöhung von 43 BP bis Mai und 85 BP bis Juni und 2,5% bis Jahresende ein. Die US Notenbank wird vorerst an ihrem restriktiven Pfad festhalten. Der stabile Arbeitsmarkt unterstützt zusätzlich. Es besteht jedoch das Risiko einer Unterschätzung der Geschwindigkeit des Zinserhöhungszyklus. In diesem Umfeld stiegen die 10-Jahresrenditen von deutschen Staatsanleihen im März von 0,13% auf 0,55% an. Das amerikanische Pendant stieg im gleichen Zeitraum von 1,83% auf 2,33% an und viele Teile der Zinskurve befinden sich in einer inversen Situation, was in der Vergangenheit ein guter Indikator für eine Rezession war. Der zeitliche Horizont zum Beginn der Rezession variierte jedoch. Es ist jedoch möglich, dass der Markt mit diesen Bewegungen etwas überzogen reagiert hat und es zu einer kurzzeitigen Stabilisierung kommen könnte.

Im Credit-Segment stiegen die Spreads im europäischen Durchschnitt von ca. 1% zu Jahresbeginn auf bis zu 1,6% in der Spitze an. Derzeit zeigte sich eine gewisse Entspannung, was zu einer Spreadeinengung von ca. 20 BP geführt hat. Die größten Übertreibungen sind wieder ausgepreist und es bieten sich weniger Opportunitäten für einen Einstieg. In den letzten zwei Wochen kam es zu einem deutlichen Anziehen der Primärmarktaktivität. Gleichzeitig konnten die Emittenten die Neuemissionsprämien deutlich verringern. Zeichnungen sind daher nur noch selektiv interessant und sollten ggf. mit Limits ausgestattet sein. Investmentgrade-Credits erscheinen nach der jüngsten Spreaderholung „fair“ gepreist. Trotz der jüngsten Einengung der Spreads sind die EUR-IG Renditen mit dem allgemeinen Zinstrend weiter angestiegen. Die enorme Ausweitung des Swap-Spreads hat die absoluten Renditen deutlich erhöht. Kurze Corporates im Bereich von 2-3 Jahren Laufzeit erbringen mittlerweile wieder attraktive Renditen. High Yield hat Investment Grade zuletzt deutlich outperformt. Mittlerweile erscheint das Segment jedoch zu teuer. Zum Abbau von Risiken können die erhöhten Swap-Spreads zum Kauf von kurzlaufenden Covereds genutzt werden.

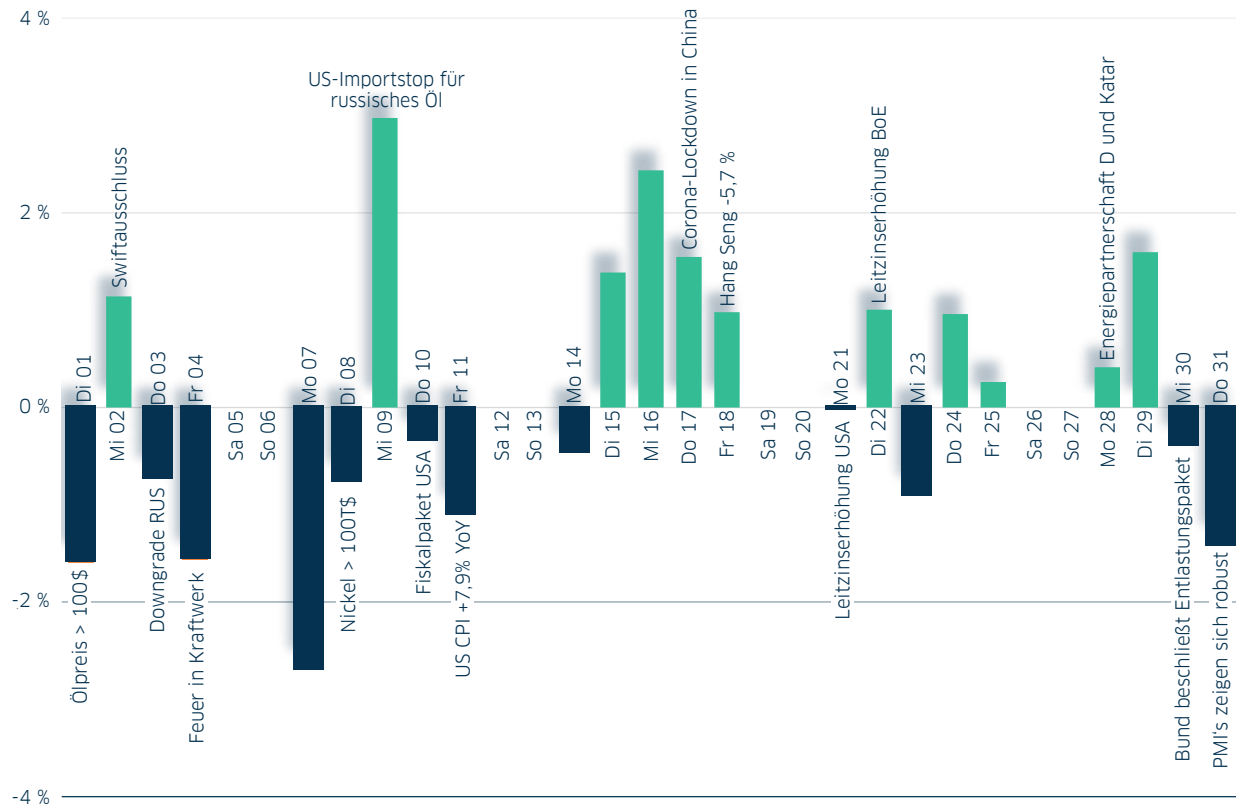
Gold machte seinem Ruf als sicherer Hafen Anfang März alle Ehre und stieg auf über 2.040 USD in der Spitze an. Die Gewinne wurden im Monatsverlauf wieder abgegeben und das gelbe Metall ging mit einem Plus von +1,50% aus dem Monat. Auf diesem Niveau erscheint Gold wieder attraktiv. Unterstützend für das Edelmetall sollten die weiterhin negativen Realzinsen sowie die geopolitischen Risiken wirken. Am Energiemarkt zeigten sich die Rohölpreise, bspw. von Brent-Öl weiterhin volatil. Die Preise bewegten sich zwischen 98USD und 127USD pro Barrel. Zum Monatsende steht Anstieg von +6,90% in den Büchern. Die Terminkurven, die sich in einer ausgeprägten Backwardation befinden sowie niedrige Lagerbestände deuten weiterhin auf eine Knappheit hin. Auch andere Rohstoffe zeigten sich volatil. Vor allem Nickel verzeichnete zwischenzeitlich massive Kurszuwächse, wobei es auch hier wieder zu einer Beruhigung kam, nachdem der Handel für mehrere Tage ausgesetzt war. Grund hierfür waren extreme Shortpositionen von Herstellerseite. Die Preissteigerung gegenüber den Kursen vor Kriegsausbruch beläuft sich auf ca. 30%.

Performance ausgewählter Asset Klassen seit dem letzten IC



Quelle: Bloomberg

Abbildung 1: MSCI World im März

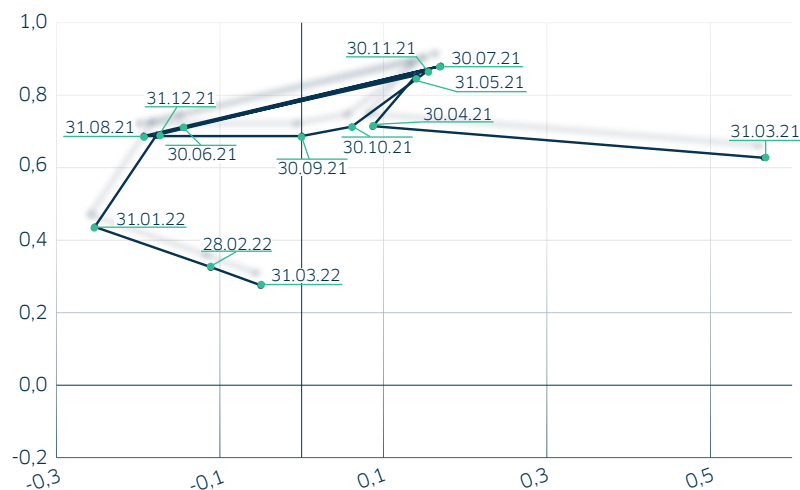


Quelle: Bloomberg

Ausblick

Volatile Energiepreise, Kriegsberichterstattung und Inflation - im täglichen Rauschen der Nachrichten geht manchmal der Blick auf das Wesentliche verloren. Deshalb ist eine Standortbestimmung außerhalb unwägbarer Kriegsentwicklungen zwischen Russland und der Ukraine wichtig. Wir befinden uns in einer Phase von robusten aber abschwächenden Wachstum und hoher Inflation auf beiden Seiten des Atlantiks. Dies ist kein Jahrhundertereignis, sondern eine Begleiterscheinung eines typischen Konjunkturzyklus, der sich gegenwärtig im „slowdown“ befindet. Unser Business Cycle Modell in Abbildung 2 führt uns zu genau dieser Einschätzung. Wir prognostizieren hier den US-Zyklus für die nächsten 3 Monate. Der Rest der Welt folgt typischerweise mit 3-6 Monaten Verzögerung. Die Einzelindikatoren sind dabei so gewählt, dass sie die größtmögliche Prognosekraft auf Assetklassen und Investmentstile besitzen. Diese Phase des Konjunkturzyklus ist besonders vorteilhaft für Rohstoffe. Auch Aktien versprechen trotz nachlassender Gewinnsteigerungen noch einstellige Renditen, während Anlagen in Anleihen weniger vorteilhaft performen. Vor allem Unternehmensanleihen im Investment Grade Bereich und High-Yield besitzen hier ein wenig attraktives Rendite-Risiko Verhältnis.

Abbildung 2: Business Cycle Indikator

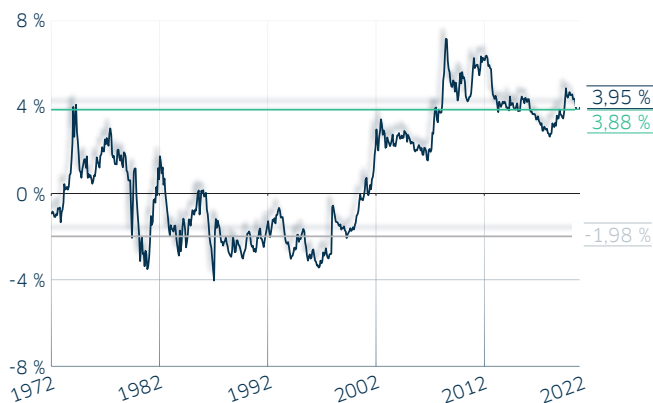


Quelle / Berechnung: Der BC Indikator basiert auf dem aktuellen Niveau bzw. der Veränderungsrate ausgewählter Wirtschaftsindikatoren, um den aktuellen Stand der Konjunktur abzuleiten. Details zur Berechnung finden sich in Scherer/ Apel (2020), Business Cycle Related Timing, Journal of Alternative Investments und Hakkio/Keaton (2009), Financial Stress, Economic Review

Zusammen mit einem langfristig positiven Momentum spricht wenig gegen ein Übergewicht von Aktien im Portfolio. Selbst aus einer Bewertungssicht liefern Aktien gegenüber Renten eine vernünftige Risikoprämie im Einklang mit dem langfristigen Kapitalmarktgleichgewicht. Abbildung 3 zeigt diese für Europa und die USA.

Abbildung 3: Risikoprämien Aktien EU und USA

Shiller PE/Earnings Yield - Realzinsen in den USA



Shiller PE/Earnings Yield - Realzinsen in der EU

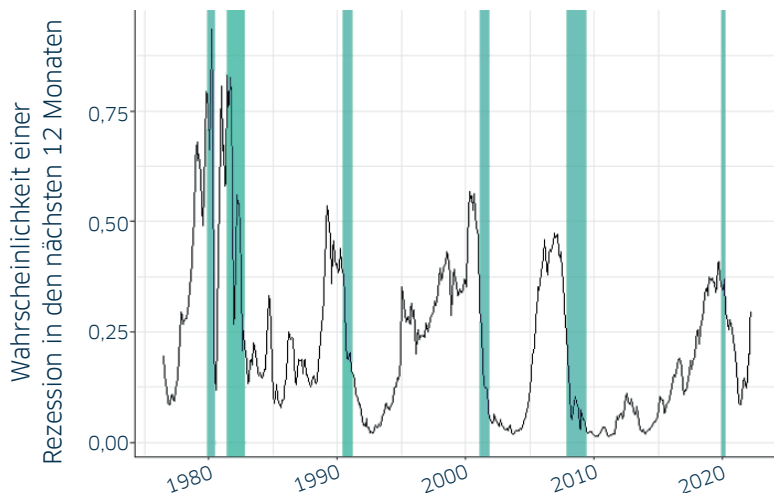


- 80. Perzentil PE Yield - Realzins
- 20. Perzentil PE Yield - Realzins
- Earning Yield - Real Zins

Quelle / Berechnung: Die erwartete Risikoprämie für Aktien ergibt aus den Earnings-Yield, welche aus dem Shiller PE abgeleitet werden, abzgl. des Realzinses.

Trotz diesem positiven Umfeld signalisiert die Zinskurve gemessen an der Zinsdifferenz zwischen 10 Jahren und 2 Jahren die Gefahr einer Rezession. Abbildung 4 zeigt das Ergebnis unserer Berechnungen.

Abbildung 4: Rezessionsrisiken

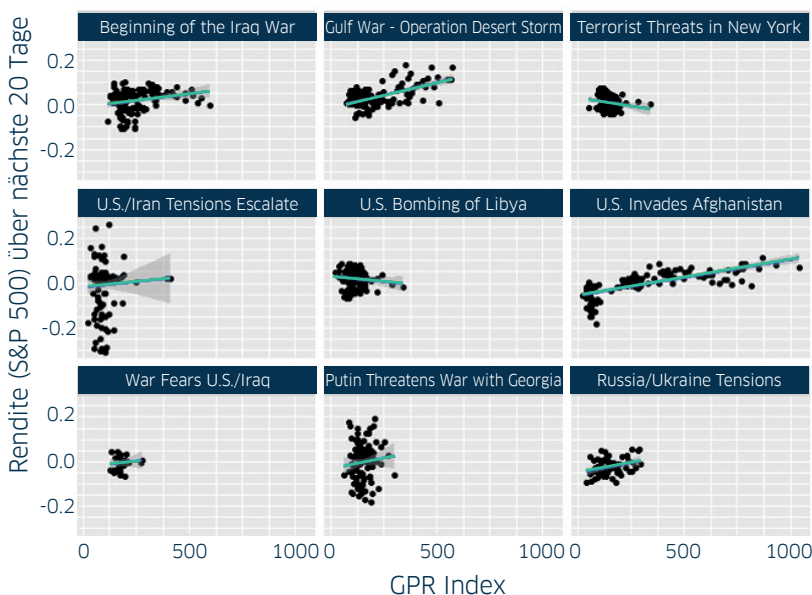


Quelle / Berechnung: Berechnung der Rezessionsrisiken für die USA aus dem 10-2 Jahre Spread nach Estrella, Arturo, and Gikas Hardouvelis. 1991, "The Term Structure as a Predictor of Real Economic Activity." *Journal of Finance* 46, no. 2 (June). Quelle: Eigene Berechnungen. Stand 29/3/2022

Aktuell (Stand 31/3) beträgt das Risiko einer Rezession in den nächsten 12 Monaten etwa 30%. Die erhöhte Gefahr eines bevorstehenden Konjunkturabschwungs wird in unserer Positionierung eine Rolle spielen.

Haben wir den Russland- /Ukrainekonflikt vergessen? Solange Kriege sich nicht zu Weltkriegen entwickeln stellen diese für nichtbeteiligte Parteien einen Diskontfaktorschock dar. Dieser führt typischerweise zu ansteigenden Risikoprämien eines überreagierenden Marktes, die sich aber auch fast ebenso schnell wieder verringern. Investoren die Ende Februar / Anfang März in Panik ihre Cash-bestände erhöhten, haben eine Anlagechance verpasst und die Verluste der ersten Tage eingefroren. Abbildung 5 verdeutlicht den historischen Zusammenhang.

Abbildung 5: Geopolitische Risiken und Aktienmärkte

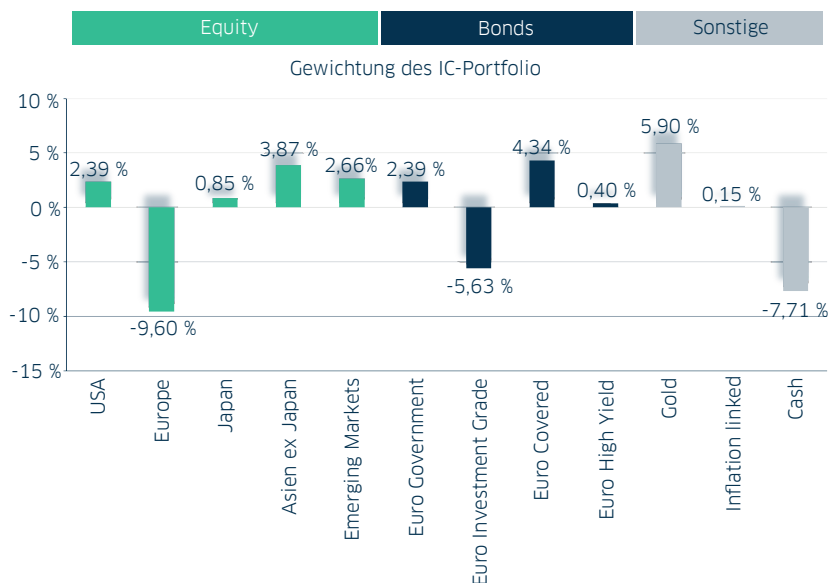


Quelle / Berechnung: Für neun geopolitische Risiken berechnen wir in einem Zeitfenster von +/- 60 Tagen den Zusammenhang zwischen der Höhe des GPR Index und den Renditen des S&P 500 über die jeweils folgenden 20 Tage. Quelle: Caldara und Iacoviello (2018), Bloomberg Eigene Berechnungen, Stand: 24/3/2022

Diese Anlagemöglichkeit ist jetzt vorbei, bzw. liefert ein deutlich verschlechtertes Rendite-/ Risikoverhältnis, nachdem Aktienmärkte um mehr als 10% gestiegen sind. Niemand kann gegenwärtig voraussagen, ob weitere militärische oder ökonomische Eskalationsstufen folgen. Deshalb bleibt eine Restrisikoprämie. Die ökonomischen Folgen des Krieges finden sich dagegen in Konjunkturindikatoren, Sentiment, Rohstoffpreisen oder Risikoprämien wieder und benötigen keiner gesonderten Betrachtung.

Zu welchem Portfolio führt uns unsere Investmentthese? Abbildung 6 zeigt unsere aktiven Positionen für den Monat April. Es lassen sich drei Investmentideen isolieren.

Abbildung 6: Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 31.03.2022

Erstens positioniert sich die AM gegenüber Aktien neutral und nimmt das aggressive Aktienübergewicht zurück. Europa wird weiterhin gegenüber dem Rest der Welt untergewichtet, allerdings wird die Position vergrößert. Die Position entspricht unsere Sicht auf gestiegene Rezessionsrisiken und der größeren Unsicherheit gegenüber dem Vormonat, in dem die hohe erwartete Risikoprämie die Entscheidung vereinfachte. Zweitens bevorzugen wir Zinsrisiken gegenüber Kreditrisiken. Dies entspricht der Lage im Konjunkturzyklus und der überwiegenden Meinung im Investment Committee, dass die Zinsbewegung in Europa eine Pause einlegen wird. Die Zinserwartungen des Marktes an die EZB sind nicht in Einklang mit unseren Erwartungen. Zuletzt präferieren wir Gold gegenüber Cash, d.h. wir erwarten einen Zinsanstieg unterhalb der Inflation und bevorzugen Gold für ein Aufflackern geopolitischer Extremszenarien.

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 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:

06.04.2022