



# LB $\Xi$ BW

Bereit für Neues

## Taktischer CIO View

Investmentstrategie für Februar

Dr. Bernd Scherer  
Mitglied der Geschäftsführung  
LBBW Asset Management

7. Februar 2023 | Ausgabe 2 /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

Einhergehend mit dem Januar-Effekt begann das Jahr 2023 mit einem starken Start für die Kapitalmärkte. Treiber wie zurückgehende Inflationsdaten, die Beendigung der Covid-Restriktionen in China und zurückgehende Rohstoffpreise sorgten für eine globale Erholung an den Märkten. Die Aktien der Industrieländer stiegen um 6%, während Schwellenländer mit einem Plus von 9% noch besser abschnitten. Die Renditen der Anleihen gingen in einer Risk-On Bewegung zurück und ließen die Preise steigen (Global Aggregate Bond Index +3,29% im Januar). Wie auch im letzten Jahr blieb die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen im Januar positiv. Durch die erheblichen Verluste, die

Aktien und Anleihen im Jahr 2022 erfahren haben, sind besonders Balance-Mandate durch das Repricing attraktiv. Der relativ milde Winter hat die Energiekrise in Europa entschärft und das Risiko einer Winterrezession verringert. Ende Januar waren die Gasspeicher in der Europäischen Union zu etwa drei Vierteln gefüllt. In Deutschland lagen die Speicherfüllstände sogar bei 79,2%, weit über dem Februar-Ziel der Bundesregierung von 40%. Erdgaspreise setzten Ihren Abwärtstrend im Januar fort (Erdgas Future -32,66% im Januar). Ein ausgeglichener Gasmarkt dürfte dem Jahr 2023 Rückenwind geben und die Kaufkraft der europäischen Haushalte anheben. Die überraschende Wiedereröffnung und das schnelle Ende der Nullzinspolitik in China hat die Erwartung geweckt, dass sich die chinesische Wirtschaft in der ersten Hälfte des Jahres 2023 stark erholen wird. Händler setzen bereits auf eine steigende Nachfrage nach Kupfer, Eisenerz und chinesischen Tech-Aktien. Der chinesische Leitindex CSI 300 stieg im Januar um mehr als 20% über seinen letzten Tiefstand und erfüllte damit die technische Definition eines Bullenmarktes. Durch die steigenden Exportgeschäfte sollte Europa von der Wiedereröffnung Chinas überdurchschnittlich profitieren.

Die US-Aktien starteten gut in das Jahr 2023 und verzeichneten im Januar kräftige Gewinne, kurz bevor die Zentralbanken auf beiden Seiten des Atlantiks die Absicht bekundeten, die Kreditzinsen auf den höchsten Stand seit 15 Jahren anzuheben. US Small Caps standen Anbetracht der Rezessions- und Inflationserwartung im Vergleich zum EU Small Caps dar. Das Sentiment hat sich positiv ausgewirkt und die Bewertung wurde durch den Kursanstieg angeheizt. Die Low Quality Aktien aus dem Jahr 2022 haben zum Jahresstart eine Rally erlebt, während sich eine negative Bewegung im Technologie- und Immobiliensektor gezeigt hat. Dem aktuellen Narrativ zufolge wird die Fed Soft Landing schaffen. Der US-Leitindex schloss zum Monatsende bei 4076,6 Punkten. Damit verzeichnete der Leitindex im Januar ein Plus von 6,6% und damit den stärksten Anstieg seit Oktober 2022. Ein technologielastige US-Index beendete den Januar mit einem Plus von 11,5%, dem besten Monatsergebnis des Index seit Juli 2022. Die US-Aktien konnten sich in diesem Monat erholen, da die US-Notenbank voraussichtlich das Tempo der Zinserhöhungen verlangsamen wird und die Inflation zurückgehen wird. Trotz dem längeren Weg der Zinserhöhungen der europäischen Zentralbank konnten der europäischen Blue-Chip-Aktienindex den US-Leitindex mit einer Wertaufholung von +7,97% outperformen. Der DAX beendete den Monat mit einer Performance von +7,53%. Mit dem aktuellen Momentum des Euro gegenüber dem US-Dollar könnte sich diese Outperformance in den kommenden Monaten fortsetzen. Aktien-Volatilitätsmärkte senden generell weiterhin kein Signal für eine ausgeprägte Aktienschwäche und die geringe Differenz zwischen der impliziten und realisierten Volatilität bietet eine geringere Volatilitätsrisikoprämie.

Der US-Dollar hat im ersten Monat des Jahres 2023 gegenüber seinen Konkurrenten an Wert verloren, da die US-Notenbank als Haupttreiber an den Devisenmärkten an Bedeutung verliert und sich die Anleger auf die Politik anderer großer Zentralbanken konzentrieren. In den ersten neun Monaten des Jahres 2022 löste die Fed mit ihren umfangreichen Zinserhöhungen einen Ansturm die Anleger auf den Dollar aus. Da die US-Notenbank jedoch den Anstieg der Leitzinsen verlangsamt hat, ist die Währung gegenüber ihren Konkurrenten gesunken. Der Dollar ist im Januar um 1,5 Prozent gegenüber einem halben Dutzend wichtiger Währungen gefallen und ist damit auf dem besten Weg, den vierten monatlichen Rückgang in Folge zu verzeichnen. Er wird derzeit auf ei-

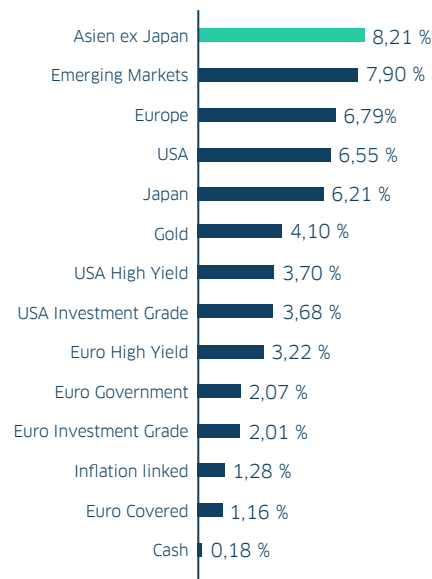
nem Niveau gehandelt, das zuletzt im Mai 2022 erreicht wurde. Diese restriktiveren Aussichten haben sowohl dem Yen als auch dem Euro geholfen, auf den höchsten Stand seit dem Frühjahr 2022 zurückzukehren.

Die Erwartungen der Inflationsdaten für Februar 2023 in den USA und der Eurozone geben Hoffnung darauf, dass die Zentralbanken ihre Zinserhöhungszyklen Mitte des Jahres beenden könnten. Die Aussicht auf eine weniger restriktive Geldpolitik und eine sich abschwächende Wirtschaft ließ die Futures der Leitzinsen fallen. Die Mitglieder der US-Notenbank kamen Anfang Februar zu ihrer ersten Sitzung in diesem Jahr zusammen. Die Zentralbank bestätigte die Annahmen der Anleger und erhöhte die Leitzinsen um 25 bps auf eine Spanne von 4,5% bis 4,75%. Die Anhebung markiert die Rückkehr zu einem normaleren Tempo der Zinserhöhungen, nachdem die Fed im vergangenen Jahr viermal in Folge die Zinsen um 0,75% erhöht hatte, bevor sie sich im Dezember auf eine Erhöhung um 0,5% zurückzog. Obwohl die Inflation noch weit von der Zielvorgabe der Fed von 2% entfernt ist, wurde im Dezember mit 6,5% der niedrigste Stand seit Oktober 2021 erreicht. Während die US-Notenbank das Tempo ihrer geldpolitischen Straffung verlangsamt hat, haben die Europäische Zentralbank und die BoE restriktive Töne angeschlagen. Die Europäische Zentralbank hat ebenfalls Anfang Februar die Zinssätze um einen halben Prozentpunkt angehoben und zugesagt, die gleiche Erhöhung im März vorzunehmen. Damit brachte sie ihre Sorge zum Ausdruck, dass die Inflation trotz des jüngsten Rückgangs der Energiepreise hoch bleiben werde. Der Schritt der EZB folgte auf eine Anhebung um einen halben Prozentpunkt durch die BoE. Die BoE deutete ähnliche wie die Fed an, dass der Höhepunkt der Zinssätze erreicht sein könnte.

Das Thema „Peak Inflation“ in den USA hat die Anleihen und Asset-Märkte in der vergangenen Zeit dominiert mit weiterhin die Preis- und Kurvendynamiken. Getrieben von den Erwartungen fallender Zinsentscheidungen fielen die Renditen der 10-Jahres US-Treasuries von 3,74% auf 3,51%. Die 10-Jahresrenditen in Deutschland sanken von 2,44% auf 2,29%. Der Pivot der deutschen 10-Jahresrenditen wird voraussichtlich bei 2,5% in Q3 erwartet. Im laufenden 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 die Anleihen ausüben wird. In den USA deutet sich ein ähnliches Bild ab. Der Kreditmarkt begann mit einem starken Jahresauftakt für EUR IG-Corporate Anleihen mit einem Total Return von 2,3%. Trotz zahlreicher Emissionen sind die Credit Spreads enger geworden und der Excess Return im Vergleich zu Government Bonds positiv. Die Kredit-Rendite liegt deutlich über dem langjährigen Mittel und der Credit Spreads auf dem Niveau des langjährigen Mittels. Die Nachfrage hat sich ausgeweitet und die Bedingungen zur Refinanzierung haben sich verbessert. Auffällig ist die Underperformance von Financials. Der Spread zwischen Financials und Non-Financials normalisiert sich etwas, bleibt aber weiterhin auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Die Breakeven Cushion ist besonders bei kurzlaufenden Kreditanleihen sehr attraktiv und spricht klar für das Kreditsegment.

Die Nachfrage nach Edelmetallen, insbesondere Gold, ist zum Jahresstart gestiegen, wobei sie Unterstützung durch den schwachen US-Dollar erfahren hat. Gold beendete den Monat mit einer Performance von 4,84%. Der Preis von einem Barrel Brent stieg im Januar um 2,85%. Mit der Wiedereröffnung ist China nach wie vor einer der größten

## Performance ausgewählter Asset Klassen seit dem letzten IC



Quelle: Bloomberg

Verbraucher von Rohstoffen. Durch die Erwartungen, dass Peking erneut den Immobilienmarkt unterstützen wird und die Nachfrage damit erhöht, dürften sich die Rohstoffpreise positiv entwickeln.

Abbildung 2 - MSCI World im Januar

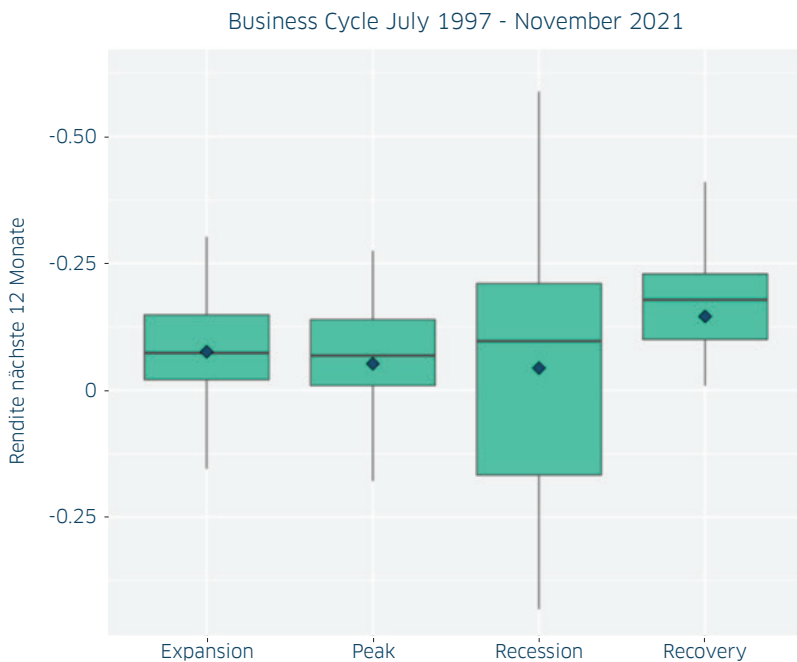


Quelle: Bloomberg

# Positionierung

2023 startet als Jahr der Chancen, nicht der Krisen. „Goldilocks“ in den USA (fallende Inflation ohne Rezession), fallende Gaspreise in Europa (sorgen für mehr Wachstum und geringere Inflation) und China als zweitgrößte (gemessen am absoluten gdp) Volkswirtschaft der Welt öffnet sich. Weltwirtschaftlich ist das zu begrüßen aber es zeigt auch die Risikobereitschaft des chinesischen Führers. Entgegen seiner Vorgänger ist Xi zu Wagnissen bereit. Taiwan und die USA werden dies zur Kenntnis nehmen. Die Wahrscheinlichkeit geopolitischer Disruptionen für die Kapitalmärkte bleibt hoch. Noch scheinen diese Risiken weit weg und die Märkte für Risikoassets bewegen sich nicht wie vor einer bevorstehenden Rezession, sondern bereits wie in der Erholungsphase nach einer Rezession. Unser Konjunkturmodell in Abbildung 3 sieht das auch so und ist in die „Recovery“ Phase gesprungen. Ausschlaggebend hierfür war die positive Entwicklung bei den Service PMIs in Abbildung 4. Die „Recovery“ Phase ist typischerweise mit den höchsten Renditen für Aktien verbunden (S&P 500 als Proxy für globale Aktien) wie unsere Analyse in Abbildung 5 zeigt.

Abbildung 5 BC Regime und erwartete Aktienrenditen  
Mit Hilfe von unserem monatlichen Business Cycle Indikator auf der X-Achse lässt sich die Rendite der nächsten 12 Monate von S&P Index zum jeweiligen Zeitpunkt auf der Y-Achse berechnen.

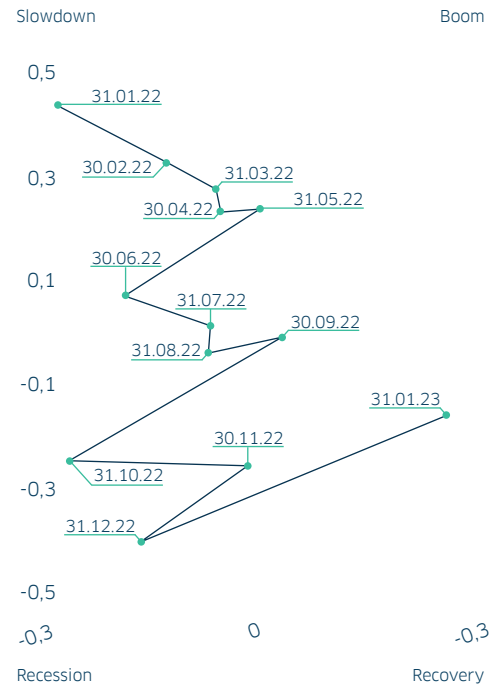


Quelle: Scherer/Apel (2020), Business Cycle Related Timing, Journal of Alternative Investments und Hakkio/Keeton (2009), Financial Stress, Economic Review; Online Data Robert Schiller

Wir bleiben daher auch im Februar positiv für Aktien. Lediglich in Europa sehen wir eine Underperformance relativ zu Aktien im Rest der Welt. Unsere Meinung nach wird sich die Rally seit September (ca. 25% Outperformance gegenüber USA in lokaler Währung) abkühlen.

Auf der Rentenseite gehen wir nicht davon aus, dass der Zinsszyklus beendet ist. Alle Zentralbanken haben noch nicht das Ende des Zins-

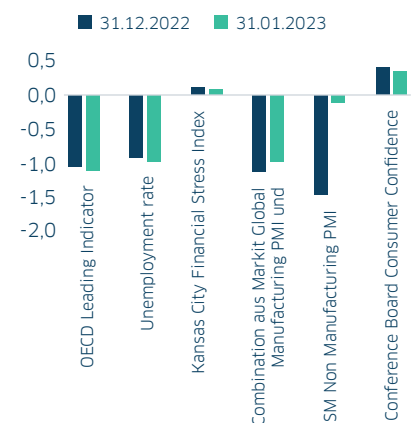
## Business Cycle Indikator



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

## Veränderung der Inputfaktoren des BC Indikators

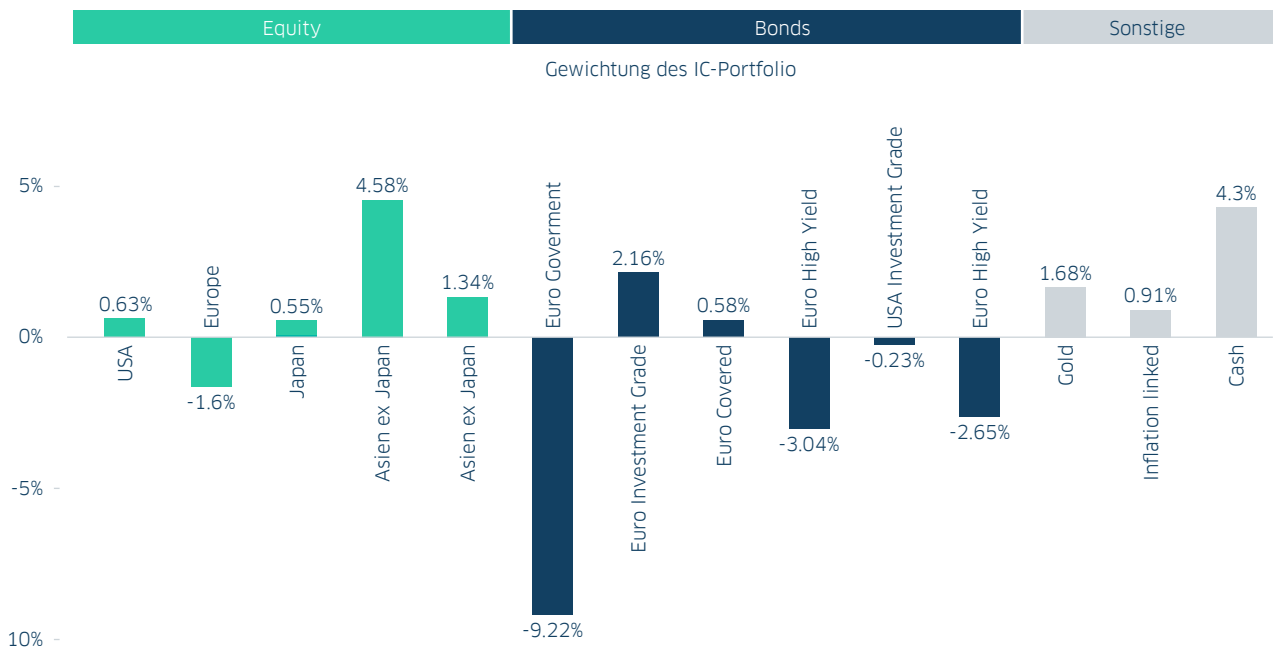
Im Vergleich zur Auswertung im Dezember 2022 gibt es einen enormen positiven Sprung von ISM Non-Manufacturing PMI. Die Arbeitslosenquote verringert sich und befindet sich auf einem Rekordtief seit über 50 Jahren. Somit lässt sich unser Modell eine positive Veränderung von „Recession“ auf „Recovery“ darstellen.



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

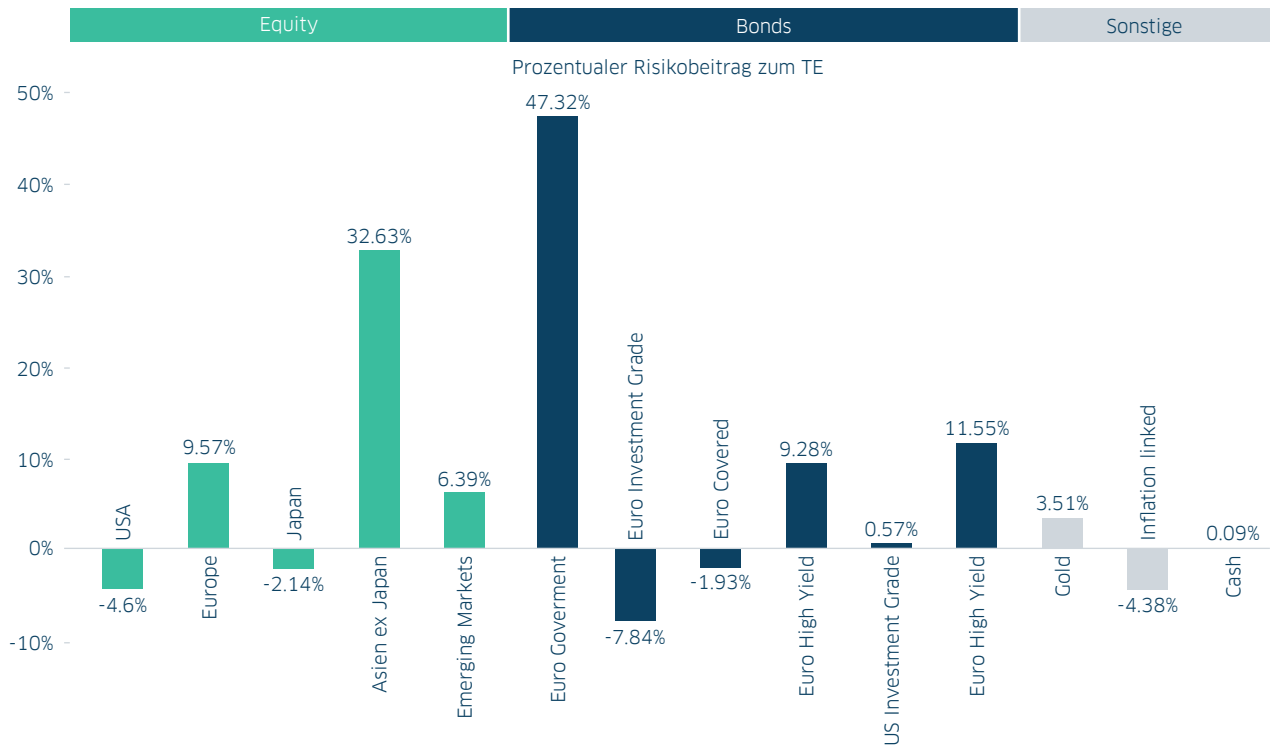
pfades erreicht. Lediglich positive wie negative tail Szenarien sind deutlich unwahrscheinlicher geworden. Wir gehen auch davon aus, dass die Entschlossenheit von Frau Lagarde unterschätzt wird und halten daher an unserem Untergewicht in europäischer Staatsanleiherduration fest. In Europa bevorzugen wir Covered und Investment Grade vor High Yield als Hedge gegen ein Neuaufkommen von Rezessionsängsten oder geopolitischen Risiken. Gleiches gilt für unser aktives Untergewicht in US High Yield. Gold bleibt weiterhin als tail Hedge im Portfolio. Auch für diesen Monat bleibt unsere Durationposition in Europa der größte Treiber (fast 50%) für das aktive Risiko von Multi-asset-Mandaten.

Abbildung 6 - Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 27.01.2023

Abbildung 7 – Prozentualer Risikobeitrag zum TE



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 27.01.2023

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:

07.02.2023