



LB BW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für Mai

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

08. Mai 2023 | Ausgabe 5 /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



Was bisher geschah: Mai 2023

Nach den Unruhen im System amerikanischer Regionalbanken und der Übernahme der Credit Suisse durch den jahrelangen Konkurrenten UBS im März, kehrte im April wieder etwas Ruhe ein. Gemessen an der Volatilität war es der ruhigste Monat seit der Corona-Pandemie. Lediglich eine Handvoll der relevanten Assetklassen bewegte sich stärker als 3% in eine Richtung, was eine absolute Ausnahme darstellt. Die Aktienvolatilität in den USA bzw. Europa sollte im Monatsverlauf von 18,7% auf 15,8% bzw. von 19,4% auf 17,43% zurückgehen. Und auch die Zinsvolatilität kam von ihren Hochs wieder etwas runter und

verringerte sich von 135,9% auf 122,5%. Nichtsdestotrotz notiert sie noch immer im 95. Perzentil zu den Aktienvolatilitäten. Somit preist der Markt nach wie vor ein höheres Stresslevel im Zinsmarkt ein und sieht gleichzeitig wenig Ansteckungsgefahr für den Aktienmarkt. Über den Monat hinweg rückte das Thema „Bankenkrise“ wieder in den Fokus der Anleger, nachdem die angeschlagene First Republic Bank ihre Quartalszahlen bekannt gab und über 100 Mrd. USD an Einlagenabflüssen veröffentlichen musste. Noch vor wenigen Wochen wurde die Bank mit Einlagen von großen US-Banken, darunter JPM, Citi Bank und Morgan Stanley, in Höhe von 30 Mrd. USD unterstützt. Die daraufhin begonnene Suche des Managements nach Sanierungsmaßnahmen umfasste den Verkauf von Assets, bspw. niedrig verzinsten Hypothekenkredite und die Entlassung von 25% der Belegschaft. All dies führte nicht zum erwarteten Erfolg und die Bank wurde durch die FDIC, die Federal Deposit Insurance Corporation, im Zuge eines Auktionsverfahrens an JPM verkauft. Somit verwahrt JPM nun mehr als 10% aller US-Einlagen, was die Bank in eine neue Sphäre der Systemrelevanz heben dürfte. Die JPM Aktie gewann im Zuge des Deals über 2,0% hinzu, während die First Republic Bank Aktionäre wohl leer ausgehen dürften. Insgesamt werden 92 Milliarden Dollar Einlagen und 203 Milliarden an Krediten und anderen Wertpapieren durch JPM erworben. Die FDIC und JPM werden sich die Verluste und potenziellen Rückflüsse aus den unter die Verlustteilungsvereinbarung fallenden Krediten nach aktuellem Kenntnisstand teilen, was den Deal für JPM auf den ersten Blick sehr lukrativ aussehen lässt. Angesichts der jüngsten Erfahrungen muss damit gerechnet werden, dass die Banken mit ihrer Kreditvergabe deutlich vorsichtiger werden, um nicht ebenfalls Opfer von Einlagenabzügen der Anleger zu werden. Die Banken sind damit gezwungen, im derzeitigen Umfeld defensiver vorzugehen und mehr liquide Mittel zu halten, zumal die Verzinsung hier durchaus attraktiv erscheint. Die Fed erwartet wie viele Kommentatoren eine leichte Rezession. In Anbetracht der schwachen US-Frühindikatoren, dem schwächsten Geldmengenwachstum seit den 30er Jahren und der stärksten Inversion der US-Zinskurve seit den frühen 80ern, kann auch ein sogenanntes „Hard-Landing“ weiterhin nicht ausgeschlossen werden.

Am Aktienmarkt hält das Tauziehen zwischen den Bullen und Bären weiterhin an. Argumente für beide Positionen gibt es ausreichend. Während die die Aktienbullen die gut laufende Berichtssaison, Disinflation-Trends und die eingedämmte Bankenkrise in die Waagschale werfen, halten die Pessimisten mit einem möglichen Hard Landing der Konjunktur im Zuge der stark steigenden Zinsen, Kreditknappheit und einer Eskalation im China-/ Taiwankonflikt dagegen. Das Sentiment ist extrem negativ und die großen Asset Manager sind in Aktien stark untergewichtet, während im gleichen Zuge die Geldmarktfonds massive Zuflüsse auf nie zuvor gesehenen Levels verbuchen. Im April gab der Markt den Aktienbullen recht und alle großen Indizes verbuchten Gewinne. Somit setzt sich der Trend der positiven Aktienmärkte in diesem Jahr vorerst fort. Während der deutsche Aktienmarkt um 1,88% zulegen konnte, legten die europäischen Werte um 1,92% zu. Angeführt wurde die positive Performance durch die Sektoren Healthcare, Travel und Utilities. Die US-Märkte setzten ihre Underperformance zu Europa vorerst fort. Die aktuelle Dauer und Intensität der US-Schwäche ist im historischen Kontext selten und könnte sich in den nächsten Monaten wieder auflösen, da einiges an Aufholpotenzial zu Europa im Raum steht. Der breite US-Markt konnte im April um 1,46% zulegen. Die US-Technologiewerte zogen weniger stark an und notierten bei +0,49%

zum Monatsende. Auf Jahressicht führen die Techwerte jedoch das Preistableau mit +21,4% an. Der breite US-Aktienmarkt kommt lediglich auf +9,16% und Europa auf 11,42% auf Jahressicht.

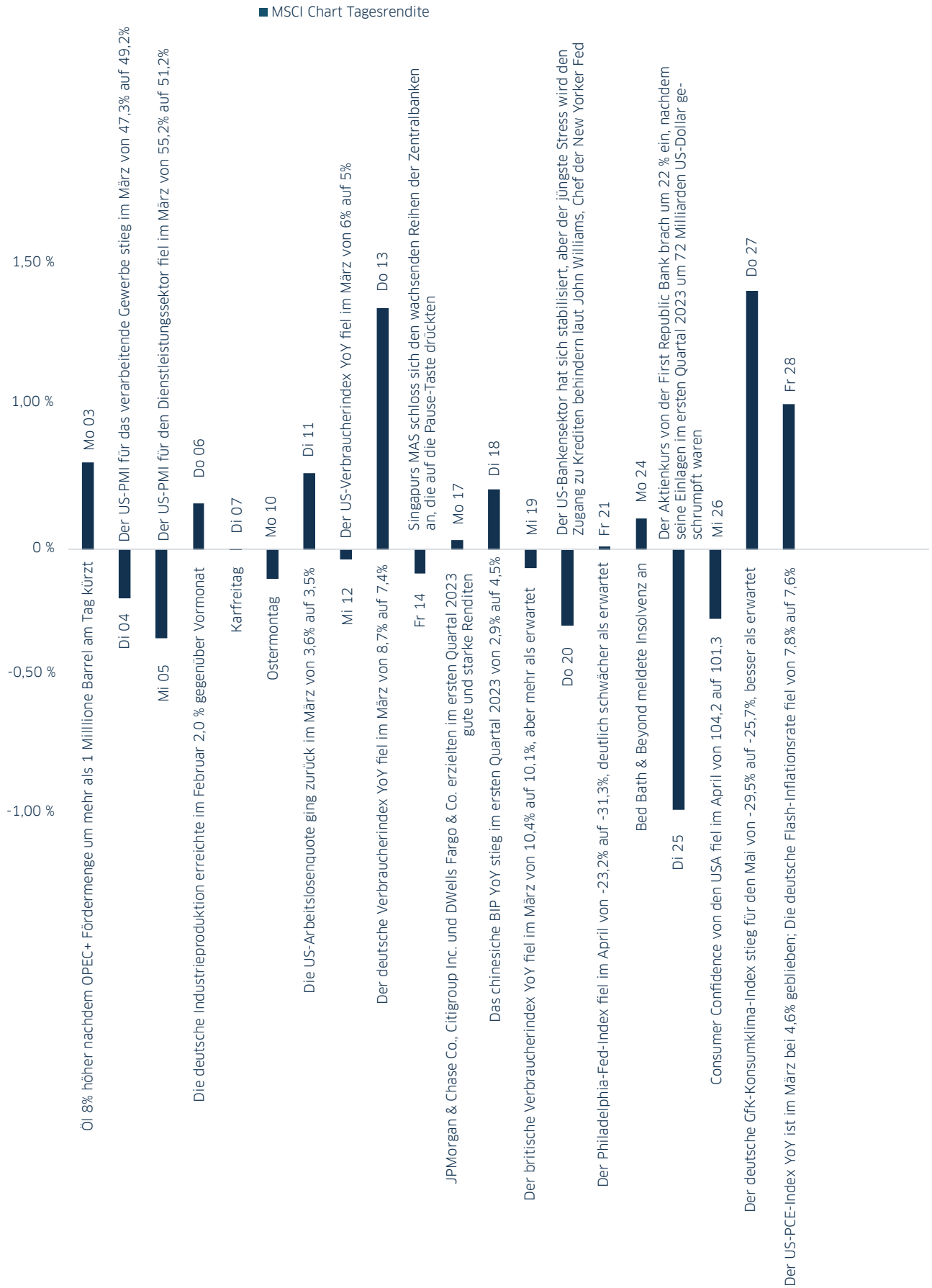
Sollte es tatsächlich zu einem Soft-Landing der Konjunktur kommen, dann haben vor allem die europäischen Aktienmärkte mit ihren aktuellen Bewertungsleveln im KGV und KBV eine interessante Upside vor sich. Während sich die KGVs in Regionen der Corona-Pandemie bewegen, sind die KBVs beinahe so günstig wie zuletzt 2009. Rein taktisch haben die US-Märkte jedoch Aufholpotenzial zu ihren EU-Pendants.

In Asien konnte der Nikkei 2,91% fester schließen, während die technologielastige Börse in Hong Kong um 2,48% nachgeben musste.

Auf der Rateseite ging die Volatilität im April etwas zurück. In Europa stiegen die Renditen der 10 Jahre laufenden Staatsanleihen im Monatsverlauf. Im Bund ging es von 2,29% auf 2,31%, in Frankreich von 2,79% auf 2,89 und in Italien von 4,10% auf 4,18%. Der Italien-/Bundspread, der mittlerweile als Risikokennzahl für die Peripherie verwendet wird, bleibt konstant unter 200BP und damit außerhalb eines gestressten Bereichs. Lediglich US Treasuries kamen in der Rendite etwas zurück und fielen um 5BP auf 3,42%. Während bei den Bundesanleihen die Rendite von 2,5% als Widerstand hielt und sich von hier aus Longpositionen empfohlen, können US Treasuries zwischen 3,50% und 3,75% erworben werden. Ein Ende des aktuellen Zinsstraffungszyklus der Notenbanken erscheint derzeit nahezu erreicht. Die Fed und EZB haben in ihren jeweiligen Ausschüssen Anfang Mai die Zinsen um weitere 25BP angehoben. Insbesondere die Fed gibt der Vermutung Nahrung, dass der Hochpunkt des Zinsstraffungszyklus damit erreicht wurde. Mit einer Zielspanne von 5,00% bis 5,25% ist die Fed bei ihrer im Dezember letzten Jahres aufgestellten und im März aktualisierten Dot-Plot-Prognose angekommen. Powell sagte: Die Zinsen seien „möglicherweise auf hinreichend restriktivem Niveau“, und betont, dass der Inflationsausblick Zinssenkungen derzeit nicht unterstützt. Powell fügte hinzu, dass die Fed die US-Wirtschaft nicht vor negativen Auswirkungen eines potenziellen Zahlungsausfalls der USA schützen könne. Alles in allem drängt sich der Schluss auf, dass die Fed nach einer längeren Zinspause den nächsten Zinsschritt nach unten vornehmen wird. Der EZB Hauptrefinanzierungssatz steigt auf 3,75% und bleibt damit gut ein Prozent hinter der Fed. Im Gegensatz zur Fed sieht die EZB die Zinsen im Euroraum vor dem Hintergrund des anhaltenden Inflationsdrucks noch nicht auf ausreichend restriktivem Niveau. Eine notwendige Voraussetzung hierfür wäre sicherlich ein Nachlassen des immer noch beträchtlichen Inflationsdrucks, insbesondere der Kernraten mit 5,6% im Euroraum und den USA.

Nach wie vor bleibt es spannend, wem Jerome Powell den Vortritt lässt. Wird die „Main Street“ in Form der Bürger weiterhin stark unterstützt, die unter der hohen Inflation leiden, oder greift an einem bestimmten Punkt der berühmte Fed Put und die „Wall Street“ profitiert. Unbeachtet dessen dürfte sich früher oder später die Straffung der Kreditbedingungen mit einer nicht untypischen Transmissionsverzögerung von gut einem Jahr auf die Konjunktur, Unternehmensgewinne und die Kapitalmärkte auswirken. Insbesondere die Headline-Inflationsraten (6,9%) sollten durch Basiseffekte und fallende Rohstoffpreise weiter absinken. Zudem ist zu bezweifeln, ob die Unternehmen in einem rezessiven Umfeld die rekordhohen Margen der letzten Monate weiter durchsetzen können. Die für die Geldpolitik wichtigeren Kernraten dürften sich vorerst als hartnäckiger erweisen und drohen bei Fortsetzung der sehr hohen

Abbildung 1 – MSCI World Performance im April 2023



Quelle: Bloomberg

Lohnabschlüsse, wie zuletzt für den Öffentlichen Dienst mit ca. 6%, auf erhöhtem Niveau verankert zu bleiben

Auf dem Markt für Unternehmensanleihen konnten High Yield Anleihen zuletzt die Investment Grade Anleihen outperformen. Hier bietet sich der Tausch von teuren HY-Anleihen in bessere Ratings oder in Staatsanleihen an, um das Portfolio krisensicherer aufzustellen, auch wenn der Default-Trend weiterhin unter 3% bleibt, was bei langjähriger Betrachtung unterdurchschnittlich ist. Ein Anstieg der Ausfallraten ist im Laufe des Jahres zu erwarten. Die IG-Anleihen notieren auf Renditesicht weiterhin nahe der Hochs bei über 4%, während die Spreads etwas zurückkamen und in etwa auf dem langfristigen Mittelwert notieren. Hybrid-Anleihen haben zuletzt gegen IG-Anleihen underperfornt. Der Pickup zu Senior Anleihen liegt wieder bei knapp 2% und damit im attraktiven Bereich. Der Spread-Aufschlag Financials vs. Non-Financials erholt sich zuletzt von den Extremniveaus wieder, bleibt aber auf historisch erhöhtem Level. Vor allem vor dem Hintergrund der wieder aufflammenden Bankenkrise sollte hier vorsichtig im Senior Preferred Segment investiert werden.

Gold profitierte im April und konnte um 1,05% auf 1.990 USD pro Feinunze steigen. Auch die Goldminenbetreiber profitieren weiterhin von der guten Entwicklung des Edelmetalls und stiegen teilweise auf neue Jahreshochs. Der EUR setzte seine anhaltende Stärke fort und konnte zum USD um 1,66% auf 1,1019 EUR/USD aufwerten. Somit gewann der Euro in den ersten Monaten gegen fast jede andere große Währung mit Ausnahme des britischen Pfunds.

Gerade bei JPY und NOK bieten sich technisch interessante Levels für eine Diversifikation raus aus dem Euroraum. Brent Oil legte in diesem Umfeld um 1,47% zu und notierte zum Monatsende bei 76,78 USD.

Schuldenobergrenze

Neben der Bankenkrise beschäftigt sich die US-Politik mit dem „Debt Ceiling“, sprich der derzeit gültigen Obergrenze für die US-Schuldenaufnahme (aktuell 31.4 Billionen zu 26.7 Billionen gdp also 117%). Nach aktuellen Schätzungen und Aussagen von Janet Yellen könnten die Vereinigten Staaten ab 01.06.23 nicht mehr in der Lage sein, Rechnungen zu begleichen, sollte sich der Senat nicht auf eine Anhebung der Schuldenobergrenze einigen. Der Stichtag rückte zuletzt deutlich schneller näher. Während die USA im Rahmen der gestiegenen Zinsen eine höhere Zinslast tragen müssen, gingen im gleichen Zuge die Steuereinnahmen zurück. Zudem steigen die Ausgaben des von Präsident Biden bereits angekündigten „Inflation Reduction Acts“, einem 738 Mrd. USD umfassenden Investitionsprogramm zur Bekämpfung der Risiken aus Klimawandel und der Neuausrichtung der US-Wirtschaft. Mehrere Investmentbanken gehen davon aus, dass diese Zahl zu gering ist. Auch in den USA regiert der links-grüne Subventionswahn um erneuerbare Energien mit den entsprechenden Umverteilungsphantasien. Der Kapitalmarkt reagierte entsprechend und dreimonatige US-Staatsanleihen notierten mit einem Risikoaufschlag, der zu einer höheren Rendite als die Fed Funds (4,75% bis 5,00%) führen sollte. Der 1Y CDS (Credit Default Swap = Ausfallversicherung) der USA stieg in diesem Zuge massiv an und verteuerte dadurch die Absicherung eines Zahlungsausfalls des Landes. Das politische Tauziehen zwischen Republikanern und Demokraten könnte zu einer erhöhten Volatilität führen. Welche Folgen für die

Märkte können wir erwarten? Ich halte einen technischen Default für ausgeschlossen. Das wäre eine Steilvorlage für China im Wettbewerb der Wirtschafts- und Gesellschaftssysteme. Dennoch wird die Treasury ihre Liquidität wiederherstellen wollen. Die erforderlichen Neuemissionen werden dem Markt weiter Liquidität entziehen und (Aufwärts-) Druck auf die Zinsen ausüben. Das größte Problem aber ist der Fokus auf den schlechten Zustand der US-Staatsfinanzen. Die jüngst von John Cochrane so eloquent beschriebene fiskalische Theorie des Preisniveaus (FTPL) beschreibt ein unschönes „endgame“. Wenn Wirtschaftsobjekte nicht mehr daran glauben, dass der Barwert der Steuereinnahmen ausreicht um die reale Staatsschuld zu begleichen, werden die Marktteilnehmer Staatsanleihen verkaufen und Realgüter kaufen. Das gestiegenen Preisniveau stellt dann das neue Gleichgewicht wieder her. Wie nahe ist dieser Moment? Ich weiß es nicht, aber ich erinnere an das Zitat von Rudi Dornbusch: „The crisis takes much longer time coming than you think, and then it happens much faster than you would have thought.“

Geopolitik – Stärkt die Wahl in der Türkei den Westen?

Die wichtigste Wahl des Jahres. Siegt die Opposition über Erdogan ist dies gut für den Westen. Die Türkei ist ein strategisch wichtiges Natomitglied mit unter Erdogan sehr ausgeprägten eigenen geopolitischen Interessen. So wurde der Natoeintritt Schwedens opportunistisch (Schmusekurs mit Putin aufgrund der hohen Abhängigkeit von russischen Touristen und Gas) blockiert und die hohe Anzahl von Flüchtlingen (mehr als 3 Millionen Syrer) hatte Erdogan immer als Drohung Europa zu destabilisieren benutzt. Zumindest letzteres würde enden und die Türkei könnte sich wieder der Nato annähern. Am symbolträchtigsten wäre aber die Einsicht, dass ein Land in der Lage war einen Autokraten wieder zu entfernen. Für die Türkei selbst wäre ein Ende der Voodoo-Ökonomie Erdogans ein Segen. Die Opposition hat versprochen die Zentralbank wieder unabhängig zu gestalten und die Inflation zu senken. Das wäre positiv für die türkische Lira und die Wachstumsaussichten der Nachbarländer.

Bankenkrisen und Sprengfischen

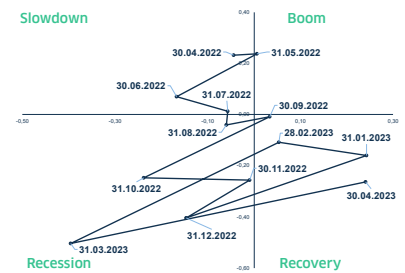
Was haben Bankenkrisen und Sprengfischen gemeinsam? „Die kleinen Fische kommen zuerst nach oben“. Ich bin immer noch davon überzeugt, dass es in den USA nicht zu einer systemischen Bankenkrisis kommen wird. Das wird aber davon abhängen, wie gut es gelingt dafür zu sorgen, dass sinkende Gewinne (durch gestiegene Einlagenzinsen) und die dadurch ausgelösten Aktienkursverluste sich nicht in abnehmende Einlagen übersetzen. In jedem Fall wird die Monopolisierung des US-Marktes zunehmen und mehr an Regulierung erfordern. Der Industrieökonom weiß, dass dies für die überlebenden Banken kein Nachteil sein muss (capture theory).

Positionierung – Ist Investieren ein Wintersport?

Sell in May und Go Away? Das Äquivalent zum Aberglauben heißt an den Aktienmärkten Saisonalität. Ich bin für die nächsten Monate deutlich optimistischer. Aktien werden in Summe Übergewichtet. Es steht nach unseren Modellen keine Rezession unmittelbar bevor.

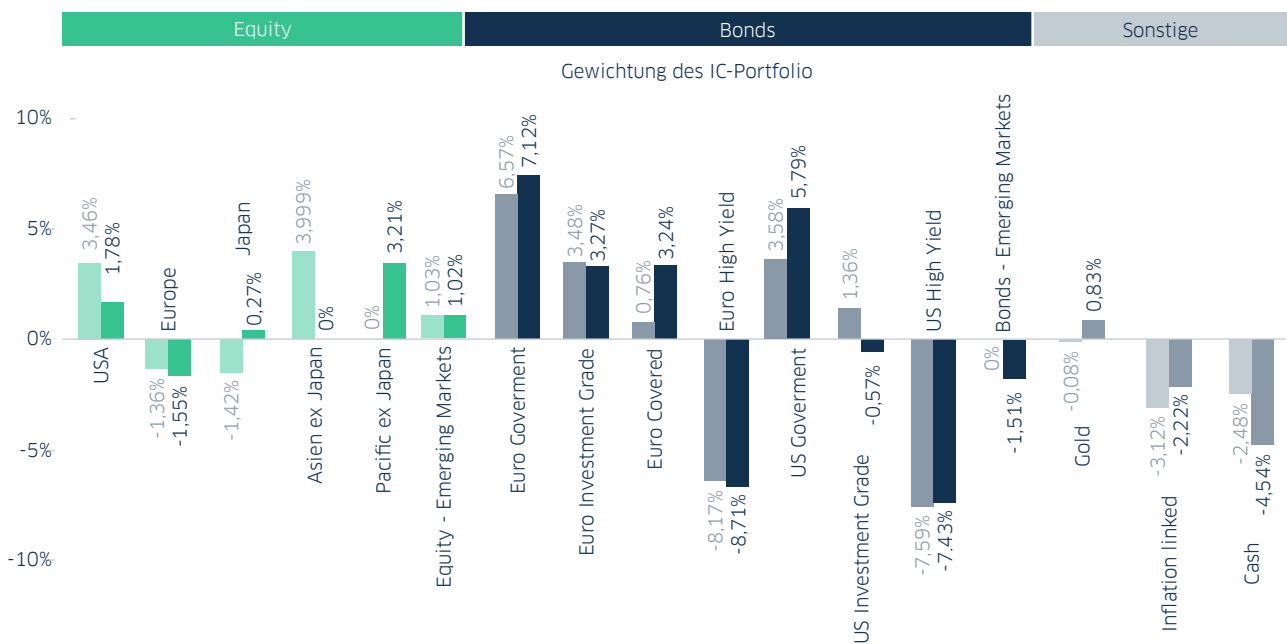
Die derzeitige Earnings-Saison verläuft bislang besser als erwartet. Taktisch wird der US-amerikanische Aktienmarkt positiver als der europäische Aktienmarkt erwartet (Aufholpotenzial). Der chinesische Aktienmarkt sollte von den Wiedereröffnungsphantasien profitieren und Strahlkraft in weitere EM-Länder haben, weshalb Asien und EM Übergewichtet werden. Japan wird derzeit neutral gesehen. Lediglich der JPY kann auf seinen derzeitigen Niveaus als „Safe Haven“ dienen, sollte es zu weiteren Turbulenzen kommen. Ohne eine nachhaltige Neubewertung der schon deutlich positiven Realzinsen, hat Gold die Möglichkeit sich über 2.000 USD zu etablieren. Die Nachfrage der Zentralbanken befindet sich derzeit auf rekordverdächtigen Niveaus. Zwar kann Gold kurzfristig konsolidieren, bleibt aber strategisch ein wichtiger Bestandteil eines Multi Asset Portfolios.

Abbildung 2 – Business Cycle Indikator USA



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

Abbildung 3 – Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Hellere Balken zeigen den Vormonat. Stand 28.04.2023

Auch auf der Rentenseite sind wir konstruktiv positioniert. Euro-Staatsanleihen/ US-Treasuries und damit Duration im Allgemeinen werden im derzeitigen Umfeld Übergewichtet. Die Notenbanken befinden sich nach wie vor im Dreikampf mit Konjunktursorgen, Inflationsbekämpfung und Aufrechterhaltung der Finanzstabilität. Die „Bankenkrise“ blieb ein idiosynkratisches Event, auch wenn mit der First Republic Bank die zweitgrößte Bankenpleite in der Geschichte der USA über die Bühne ging. Eine breitere Ansteckung ist zur Zeit

nur ein Tail-Risiko. Der Zins-Peak in den USA wird bei 5,1% und in der Eurozone bei 3,6% erwartet. Derzeit werden noch in diesem Jahr zwei Zins-Cuts der Fed eingepreist, jedoch mittlerweile später als zu Beginn des Monats. Somit liegt der Zins am Ende des Jahres nach aktuellem Pricing bei 4,5%. Covered Bonds werden im derzeitigen Umfeld weiter Übergewichtet. Die Renditen sind nach wie vor attraktiv. Der Spreadaufschlag zu Swap ist weiterhin gut, v.a. risikoadjustiert. Der Spreadaufschlag zu Bunds dank Bund-Swap-Bewegung deutlich enger, aber immer noch historisch eher weit bei ca. 70BP. Vor allem in Kanada und Australien sind attraktive Anleihen erwerbbar. Aufgrund der relativen Attraktivität (auch ggü. Aktien) werden Investmentgrade Corporates im derzeitigen Umfeld Übergewichtet. High Yield-Anleihen sollten nur selektiv und im Vergleich zu IG untergewichtet werden. Hier bietet sich der Tausch von teuren BB-Namen in bessere Ratings oder Staatsanleihen an. Die IG-Renditen liegen in etwa auf den langjährigen Mittelwerten, womit die Carry-Argumentation weiterhin intakt bleibt. Potenzielle Laufzeitenverkürzungen durch die inverse Kurven lassen sich noch immer ausnutzen, falls das DV01-Risiko des Portfolios reduziert werden muss. Falls möglich, können solide Hybrid-Anleihen ergänzt werden. Der Spreadaufschlag zu Senior-Anleihen ist attraktiv.

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
Qingzi Guo

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**Taktischer_CIO_View@
lbbw.de**

Redaktionsschluss:

08.05.2023