



# LB BW

Bereit für Neues

## Taktischer CIO View

Investmentstrategie für Juli

Dr. Bernd Scherer  
Mitglied der Geschäftsführung  
LBBW Asset Management

11. Juli 2022 | Ausgabe 5/2022

### 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

Im Laufe des Juni haben die Rezessionssorgen deutlich zugenommen. Das äußerte sich in fallenden Staatsanleiherenditen und deutlich zurückgehenden Notierungen an den Rohstoffmärkten mit Ausnahme der Energierohstoffe. Rohstoffe notieren mittlerweile größtenteils deutlich unter dem Niveau vor Kriegsbeginn. Gleichzeitig trüben sich die Gewinnerwartungen für Unternehmen deutlich ein, was die Aktienmärkte unter Druck brachte. Die Bremspolitik der Notenbanken, allen voran der FED, die im Juni erstmals seit 1994 eine Leitzinserhöhung um 75 Basispunkte auf 1,75% vornahm, dürfte das vorerst nicht stoppen. Rekordhohe Inflationsraten zwingen die

Notenbanken zum Gegensteuern. Durch die unerwartete Anhebung der Zinsen um 75 Basispunkte, statt wie erwartet um 50 Basispunkte, verschob sich der „Dot Plot“ deutlich nach oben. In der Pressekonferenz nannte Powell den im Mai mit 8,6% unerwartet stark gestiegenen Verbraucherpreisindex und die steigenden Inflationserwartungen als wichtige Faktoren. Die Besorgnis, dass sich die hohe Inflation durch die Erwartungen verfestigen könnte, dürfte zu dieser starken geldpolitischen Reaktion beigetragen haben. Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell kündigte für das FOMC am 26. und 27. Juli einen weiteren Zinsschritt zwischen 50 bis 75 Basispunkten an. In Europa überraschte die Schweizer Notenbank im Juni mit einem Zinsschritt um 50 BP, woraufhin der Franken die Parität erreichte. Die EZB wird im Juli voraussichtlich erstmals zumindest mit 25 Basispunkten nachziehen und ihren Leitzins auf -25 Basispunkte anheben. Vor dem Hintergrund einer erstmals seit zwanzig Jahren wieder negativen deutschen Handelsbilanz offenbar nicht genug, um den Außenwert des Euro zu stabilisieren. Der Euro verlor im Juni weitere 2,3% und schloss mit 1,0484 zum US-Dollar. Der USD-Index stieg im vergangenen Monat auf ein 20-Jahres-Hoch. Aufgrund der weiterhin expansiven Geldpolitik der Bank of Japan gewann der Euro im Juni 3,01% zum Yen.

Die Aktienmärkte standen im Juni unter Abgabedruck. Der DAX beendete den Monat mit einem Kursverlust von 11,15%. Der marktweite Stoxx Europe 600 verlor 8%. Die Standardwerte an der Wall-Street beendeten den Juni mit 8,3% Kursrückgang und Technologiewerte verloren im Durchschnitt um 9%. Aufschluss, ob sich der Trend zu negativen Gewinnrevisionen weiter fortsetzt, wird von der anstehende Q2 Berichtssaison erwartet. Seit Anfang Juni zeichnet sich eine deutliche Style-Rotation von den bis dato favorisierten, eher zyklischen Value- und Dividentiteln hin zu den schwankungsärmeren MinimumVolatilität und Quality/Momentum-Titeln ab. Der Performance-Spread zwischen Value und Momentum halbierte sich in den letzten sechs Wochen fast von 19% auf nur noch 12%. Wenn auch aufgrund des stark beschädigten Sentiments kurzfristige Erholungsversuche jederzeit möglich sind, dürften Risikoanlagen bis zu einer Kapitulation der FED verwundbar und der USD tendenziell unterstützt bleiben.

Der europäische Rentenmarkt konnte sich im Juni dem globalen Trend steigender Zinssätze nicht entziehen. Gemessen an der 10-Jahres-Rendite der deutschen Staatsanleihe, stieg die Rendite von 1,12% auf 1,37%. Seit Mitte Juni verdichtete sich das Szenario, dass die gestiegenen Zinsen in Kombination mit den stark gestiegenen Inflationsraten das Wachstum deutlich bremsen werden, und es vor allem in den USA zu einem Überschießen der geldpolitischen Reaktion kommen könnte. Die zunehmenden Rezessionsorgen haben dementsprechend eine kräftige Rally an den Anleihenmärkten ausgelöst. Die zehnjährige Bundrendite ist nach dem scharfen Anstieg in der ersten Juni Hälfte in wenigen Tagen von knapp 2% auf unter 1,2% gesunken. Die Rendite der 10-jährigen US-Treasury fiel von 3,5% zur Mitte des Monats auf zwischenzeitlich 2,8%. Dadurch kommt es erneut zu einer Inversion der US-Treasury-Kurve zwischen zwei und zehn Jahren.

Die Volatilität am Zinsmarkt erreichte im Juni neue Allzeithochs und ist nur vergleichbar mit der großen Finanzkrise 2008/09. Das Inflationsprofil erhöhte sich in der Eurozone weiter nach oben und die Wirtschaftsdaten schwächten sich in der Breite weiter ab. Nachdem

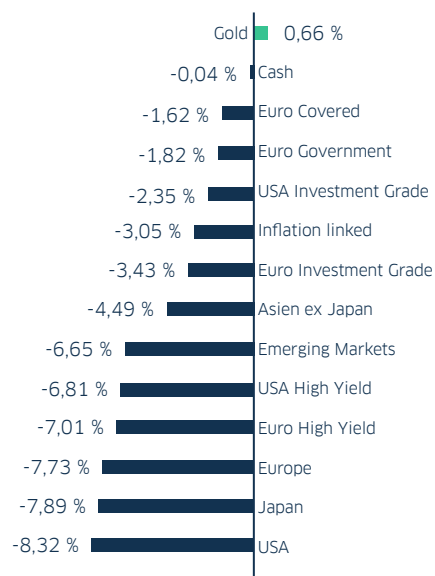
der Fokus des Marktes sich im Laufe des Monats von Inflation zu Rezessionsängsten drehte, kam das Zinsniveau vom kurzen Ende wieder deutlich zurück. Die Versteilerung der Zinskurve war ausgeprägt über die komplette Laufzeitstruktur, wodurch der Abstand zwischen den 2- und 10-Jahres-Zinsen des Bundes wieder 80 Basispunkte erreichte. Das Fondsmanagement erwartet Zinserhöhungen über 125 Basispunkte dieses Jahr. Dadurch besteht nur noch geringes Zinserholungspotenzial relativ zum eingepreisten Zinspfad des Marktes. Die unklare Forward Guidance der EZB (neutrales Zinsniveau mit sehr weiter Bandbreite von 0,5 bis 3%; Aussagen von EZB Mitgliedern/Prognosen der EZB) ist mitursächlich für die hohe Zinsvolatilität, die deutlich erhöhten Risikoprämien, wie Spreads und Zinskurve in der Eurozone relativ zu anderen entwickelten Märkten, wie UK oder USA. Wir erwarten eine klarere Kommunikation der EZB bei den nächsten Treffen, so dass sich diese Prämien etwas zurückbilden könnten.

Der Creditmarkt ist stark angeschlagen. Das Ende der Ankaufprogramme und Rezessionsängste belasten den Markt ebenso wie das Thema der Energieversorgung mit Blick auf den Winter. Ein Grund der Schwäche ist fehlende Liquidität. Banken reduzieren sukzessive ihre Handelsbücher und handeln nur noch auf Anfrage. Die Spreads haben sich seit Mitte Mai deutlich ausgeweitet (aktuell gut 190 BP über Staatsanleihen). Der Anstieg der EUR-Investmentgrade-Rendite scheint vorerst gestoppt zu sein. Es besteht jedoch eine erhöhte Volatilität im Bereich 3% - 3,3%. Die Laufzeitbänder sieben bis zehn Jahre und über zehn Jahre erscheinen weiterhin flach. Drei bis fünf und fünf bis sieben Jahre befinden sich auf normalem Niveau und bieten einen Pickup gegenüber dem kurzen Ende. Die HY-Renditen von 6% erreichen nahezu den Corona-Peak. Der Primärmarkt ist nahezu ausgetrocknet, selbst gute IG-Emittenten zahlen in Neuemissionen über 4% auf zehn Jahre (bspw. Fluvius). Die Voraussetzungen für eine Dekompression zwischen HY gegenüber IG sind auf dem Spread-Niveau gegeben. Der Pickup von IG-Hybridanleihen vs. Senioranleihen beträgt derzeit 1,6%.

In Europa bleibt die Sicherung der Energieversorgung das beherrschende Thema. Russland hat im Juni die Gaslieferungen auf 40% der üblichen Menge gedrosselt. Nach Abschluss der anstehenden Revision der Nordstream-Leitung wird sich gegen Ende Juli zeigen, in welchem Umfang Russland weiter liefert. Zusätzlich drohen geringere Importmengen aufgrund eines Streiks in der Öl- und Gasindustrie Norwegens. Die Gemengelage treibt die Preise für Gas und Strom weiter nach oben. Bei einem Totalausfall der Gaslieferungen aus Russland muss mit weiter anziehenden Gas- und Strompreisen und im Winter ggf. sogar mit Rationierungsmaßnahmen gerechnet werden. Der Preisdruck könnte daher vor allem in Europa noch anhalten, und die Wahrscheinlichkeit für eine Stagflation/Rezession bleibt erhöht. Unterdessen scheint sich aufgrund der abebbenden Infektionswelle in Shanghai und Peking die Lieferkettenproblematik zu entspannen, um in Kombination mit dem fortgesetzten Policy-Support die Entwicklung in China wieder auf einen positiveren Pfad zu bringen.

Der Goldpreis je Feinunze fällt im Monat Juni um 1,64% auf 1.807 USD. Silber verzeichnete ein Minus von 5,98% und beendete den Monat mit einem Kurs von 20,25 USD. Der Krieg in der Ukraine hält den Ölpreis weiterhin auf einem hohen Niveau. Im Monatsverlauf kletterte Brent-Öl in der Spitze auf 128,95 USD und notierte am Monatsende bei 115,04 USD.

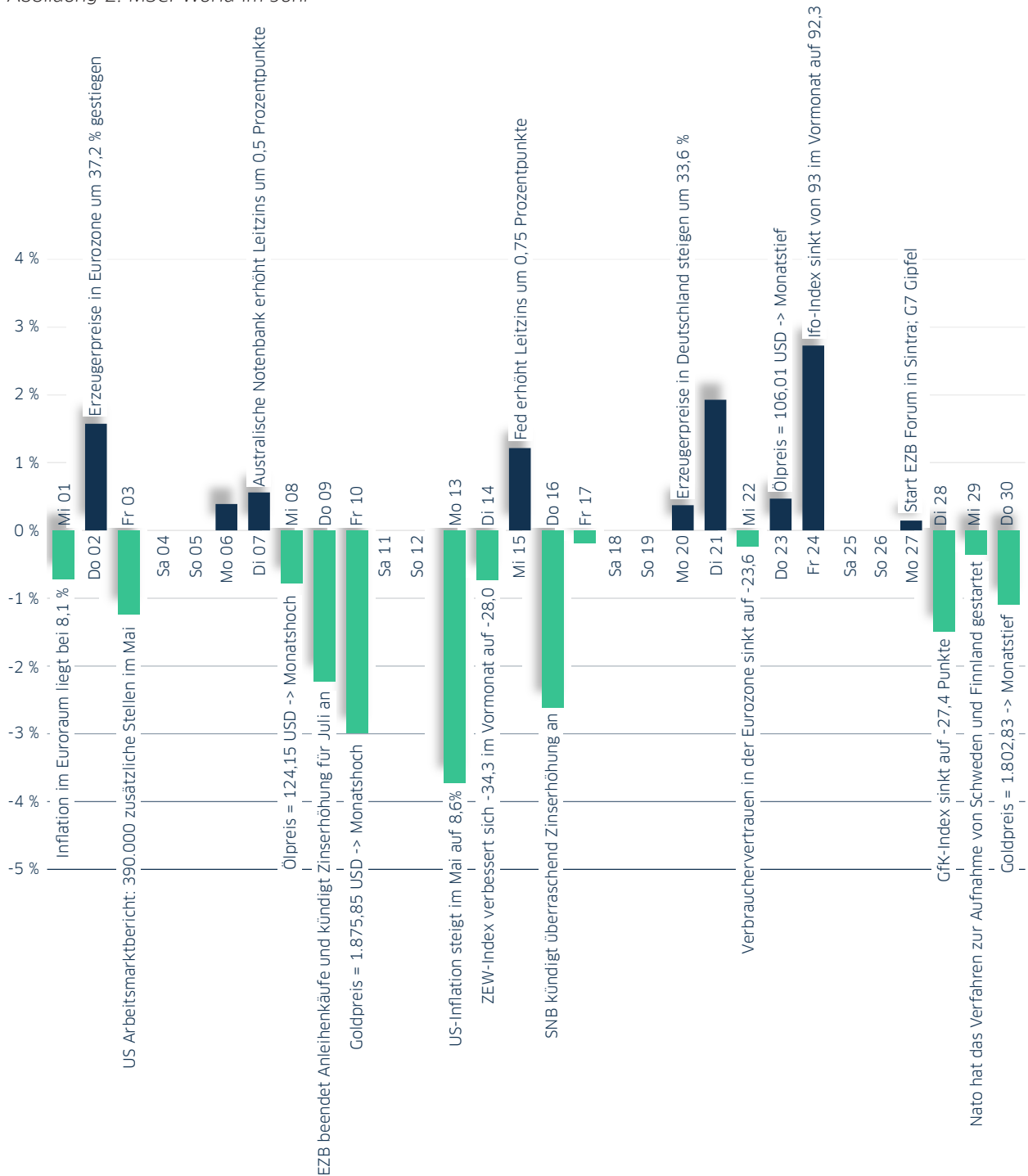
## Performance ausgewählter Asset Klassen seit dem letzten IC



Quelle: Bloomberg

Saudi-Arabien und VAE planen eine Ausweitung der Ölförderung. Zudem dürfte die Produktion in den USA anziehen, nachdem der US Rig Count 2021 um 82% und 2022 um weitere 24% anstieg. Die Preise für Industriemetalle sind im vergangenen Monat deutlich gefallen. Kupfer verlor im Juni rund 14,19%. Die Preise für Stahl reduzierten sich letzten Monat um 21,26%. Auch der Weizenpreis ist um 16,57% gefallen und notierte Ende Juni wieder auf Vorkriegsniveau.

Abbildung 2: MSCI World im Juni



Quelle: Bloomberg

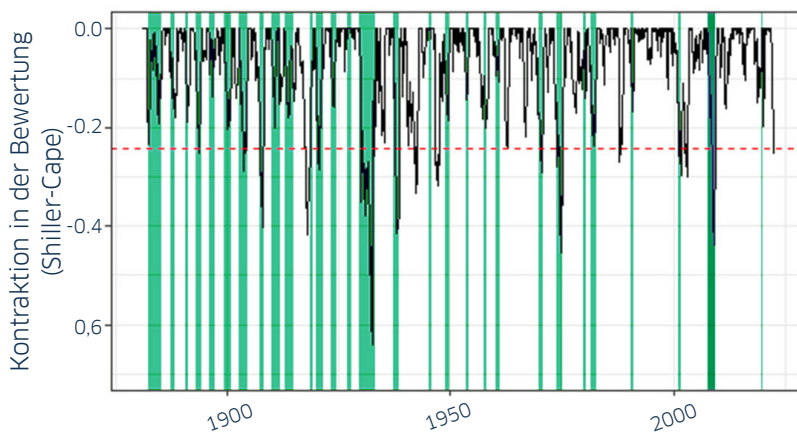
# Positionierung

Willkommen im Juli. Selten waren die Märkte so von volkswirtschaftlichen Zahlen getrieben. Reicht das Ausmaß der vom implizierten Zinspfad der FED induzierten Rezession um genügend Nachfrage zu zerstören. Fällt die Inflation dann entsprechend der Erwartungen der FED? Ich empfehle allen Lesern des taktischen CIO auch das Research von unserem Chefvolkswirt Moritz Krämer zu lesen. Es ist in diesen Märkten relevanter denn je.

Ob Zinskurve (10 minus 2 Jahre), PMIs, Rohstoffmärkte, Atlanta Fed Nowcaster oder Broker Research, alles deutet auf eine erhöhte Rezessionswahrscheinlichkeit hin. Auch unser eigener quantitativer Business Cycle Indikator weist auf eine deutliche Abschwächung hin und ist nur kurz vor einem Rezessionssignal stehengeblieben.

Die entscheidende Frage lautet daher: Wie viel Rezession ist bereits in den Kursen eingepreist? Wie immer schauen wir uns den US Markt an. Für unseren Zweck betrachten wir in Abbildung x den Rückgang in den Bewertungen des US Aktienmarkts (gemessen am SHILLER-PE) vom jeweils letzten 12-Monats hoch. Für jeden Monat vergleichen wir also die aktuelle Bewertung mit der höchsten Bewertung der letzten 12 Monate und berechnen die prozentuale Kontraktion. Zusätzlich zeigen wir die dazugehörigen von der NBER definierten Rezessionen und den Durchschnitt des jeweils maximalen Rückgangs innerhalb einer Rezession (gestrichelte Linie).

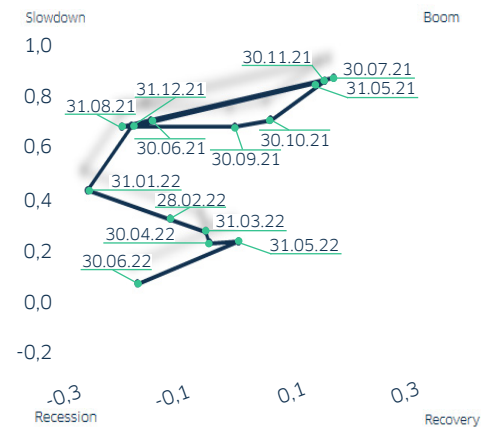
Abbildung 4: Kontraktion im Shiller-PE (berechnet als prozentuale Kontraktion vom gegenwärtigen 12 Monats Hoch) für den Zeitraum Januar 1982 bis Juni 2022



Datenquelle: Shiller Online Data

Gemessen an diesem Kriterium sollten gegenwärtige Bewertungskorrekturen denen vergangener Rezessionen entsprechen. Dies gilt aber nur für eine durchschnittliche Rezession. Wie relevant unser vereinfachtes Modell ist wird sich in den nächsten Wochen zeigen. Bislang sind Aktienbewertungen im Einklang mit fallenden Zinsen gefallen, d.h. Risikoprämien haben sich weitestgehend nicht verändert, d.h. der Einfluss der Gewinne auf Bewertungen war bislang noch gering. Gerade das aber würden wir in einer Rezession erwarten. Die Risikoprämien müssten steigen um Investoren einen Anreiz zu bieten in einer Rezession in Aktien zu investieren. Die neue

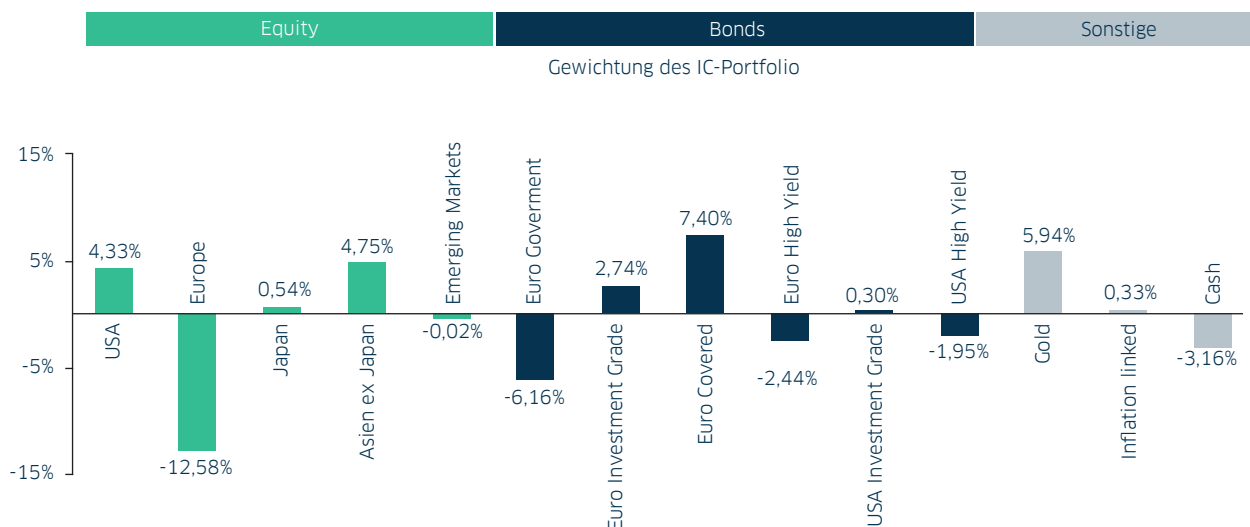
## Business Cycle Indikator



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

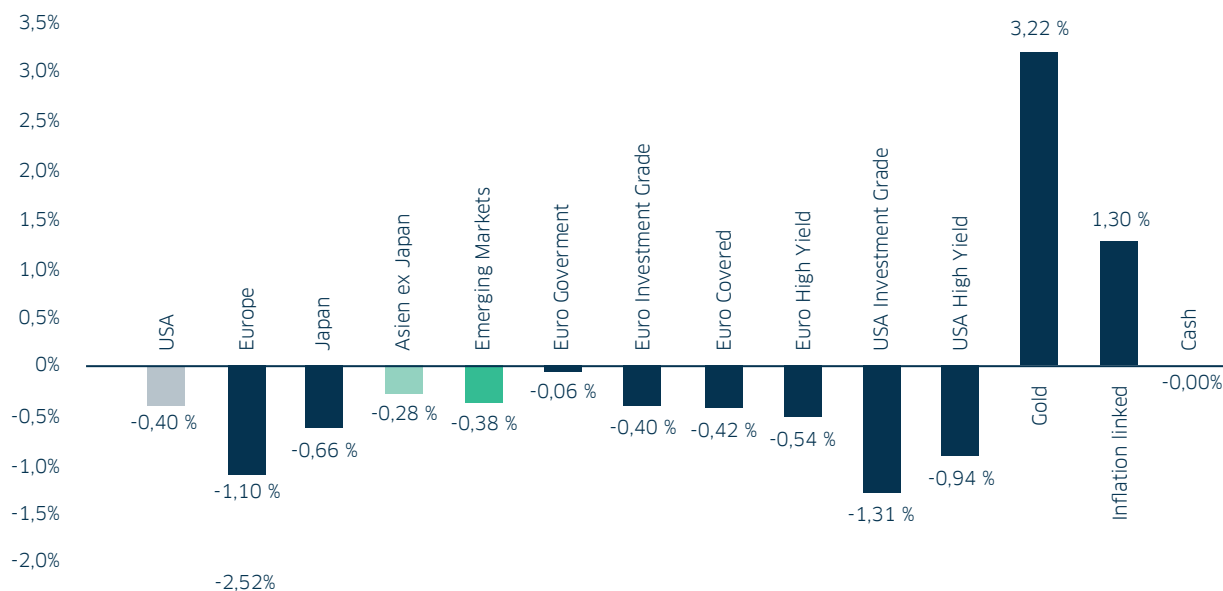
Berichtssaison wird uns mehr Aufschluss geben, aber bislang sehen wir kein Anzeichen für ein Armageddon an den Aktienmärkten. Sobald der Markt anerkennt, dass die Bemühungen der Zentralbank genüge um die Inflation einzufangen wird sich das lange Ende der Zinskurve stabilisieren. Das hilft den Aktienmärkten, die sehr schnell anfangen werden durch eine Rezession durchzudiskontieren. Bondmärkte werden in diesem Szenario attraktiver, weil sie einerseits einen Rezessionshedge liefern und andererseits vom Pfad fallender Zinsen profitieren. Eine Welt fallender Inflation und fallendem Wachstum ist ideal für Staatsanleihen.

Abbildung 5 - Aktive Positionen



Quelle: Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 30.06.2022

Abbildung 6 - Marginal Contribution to Risk (MCTR)




Quelle: Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 30.06.2022



Wie positionieren wir uns in diesem Umfeld? Abbildung fünf und Abbildung sechs zeigen Positionierung und Risikozerlegung (seit der letzten Entscheidung des Investmentkomitees zum 1. Juli 2022). Unsere gegenwärtige Einschätzung lässt keine großen direktionalen Positionen zu. Nach den starken Bewegungen der Vergangenheit gibt es keine offensichtlichen direktionalen Trades mehr. Es dominieren also Relative Value Trades. Wir setzen unser Übergewicht in USA versus Europa fort. Grund hierfür bleibt die ungelöste Energiekrise in Europa und die im Raum stehende Drohung Russlands kombiniert mit der glaubwürdigen und entschlossenen Zinspolitik der FED. Dagegen scheint die ECB fast schon planlos und ohne Forward Guidance. Wir bevorzugen Covered vs Staatsanleihen ohne eine wirkliche Durationsposition einzugehen. Gegeben der Rezessionsrisiken und der begrenzten Möglichkeit von Credit durch eine Rezession durchzudiskontieren bevorzugen wir Investment Grade über High Yield. Unser Eventrisiko-Hedge Gold bleibt auch weiterhin bestehen. Trotz der Vielzahl der Positionen wird das aktive Risiko durch die Positionen in Gold und europäischen Aktien dominiert. Beides sind fast die größten aktiven Positionen bei gleichzeitig hoher Volatilität.

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:

06.04.2022