



LB BW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für März

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

8. März 2023 | Ausgabe 3 /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

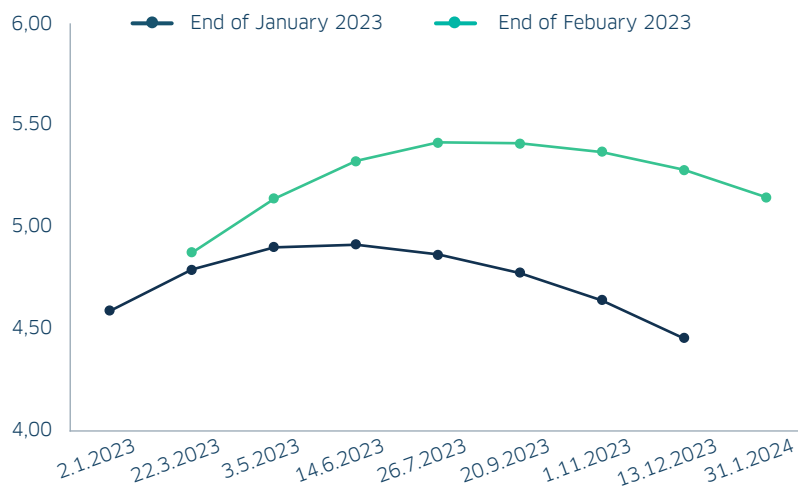


Repricing

Änderungen in Anlegererwartungen treiben Märkte. Der Februar lieferte ein schönes Beispiel, wie schnell sich informationseffiziente Märkte bewegen. Die Angst vor Überhitzung hat Rezessionsängste schnell abgelöst. Wirtschaftsdaten wie die geringe Arbeitslosigkeit, die höher als erwarteten Non-Farm Payrolls in den USA und der gestiegene Composite Flash PMI, sowie höher als erwartete Ifo und ZEW Indizes im Euroraum deuten darauf hin, dass eine Rezession dann doch nicht unmittelbar bevorsteht. Daraufhin revidierten Anleger ihre Erwartungen sowohl für den Pivot der Zinssätze als auch für das anschließende Tempo der Zinssenkungen. Terminal rates für FED und EZB steigen

und steigen und ein Pivot (Änderung der Richtung) in der Zinspolitik ist weiter in die Zukunft gerückt. Der Pfad der zukünftig erwarteten kurzfristigen Zinsen hat sich nach oben verschoben und damit alles andere nach unten. Der Global Aggregate Bond Index verzeichnete einen Verlust von 3,3%, während die Aktienmärkte der Industrieländer um 2,4% nachgaben. Der Februar sah wie eine Fortsetzung von 2022 aus, nicht wie eine Verlängerung des Januars.

Abbildung 1: Fed Funds trajectory end of January and end of February.

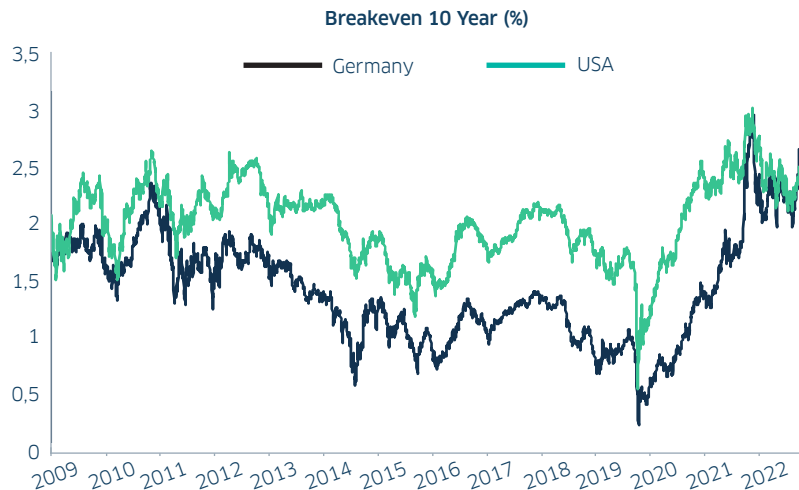


Quelle: Bloomberg

Und sie bewegt sich doch: Phillipskurve und die Angst der Märkte

Verschiebt sich die Phillipskurve nach oben (Entankerung bzw. Steigerung der Inflationserwartungen in USA und Europa) und wird sie steiler (Outputsteigerungen führen zu Inflation) ist das für Zentralbanken ein großes Problem. Der Markt erwartet von ihnen einen weiteren Anstieg der kurzfristigen Zinsen um Output und damit Inflation wieder einzufangen. Das veränderte Zinsnarrativ wirkte sich vor allem auf den Anleihemarkt negativ aus. Die Renditen der zweijährigen Benchmark, die stärker auf die Geldpolitik reagieren, stiegen auf 4,82% und erreichten damit den höchsten Stand seit Juli 2007. Der jüngste Höchststand der zweijährigen Rendite ging einher mit einer Vergrößerung des Spreads zwischen zwei- und zehnjähriger US-Staatsanleihen. Die Inversion der zwei Laufzeiten hat einen Wert von minus 0,86% erreicht, den tiefsten Stand seit 1981 und wird als Signal für eine bevorstehende (FED induzierte Rezession) gesehen. Auch in Europa erreichten 2-jährige Anleihen und Kurveninversion ein Niveau wie man es seit 2007 nicht mehr gesehen hatte.

Abbildung 2: Entwicklung breakeven rates in Europa und USA.



Quelle: Bloomberg

Zinsen

Die Zinskurven in USA und Europa sind aus unserer Sicht zu invertiert. Mit einer zehnjährigen Anlage in den USA kann man sich heute eine nominale Rendite von ca 4% für sichern. Diese wird real durch die Inflation über die nächsten 10 Jahre reduziert. Alternativ kann man am kurzen Ende nicht nur deutlich höhere Renditen erzielen. Man hat auch die Sicherheit, dass eine inflationsbekämpfende FED die kurzfristigen Zinsen weiter erhöht, sollte sich die Inflation steigen oder als weniger transitorisch erweisen. Damit die zehnjährige Anlage attraktiv ist, muss ein Investor einen sehr schnellen Rückgang an Zinsen und Inflation erwarten. Eine Risikoprämie erhält er dafür nicht. Die Position scheint mir wenig attraktiv. Mein Bild bleibt eine langsamer als im Pfad der US Zinsen antizipierte Disinflation und Wachstum, nicht Rezession. Man kann sich leicht vorstellen, dass die FED auch bei sinkender Inflation, aber robustem Wachstum, die Zinsen weiter leicht erhöhen muss. Damit sollten die Zinsen steigen. Zumindest in den USA. In Europa stellt sich immer noch die Frage nach monetärer, fiskalischer oder Finanzmarktdominanz (wird die Geldpolitik von monetären, fiskalische oder Finanzmarktzielen dominiert?). Der EZB nimmt der Markt die monetäre Dominanz nicht ab. Zu wichtig sind ihr fiskalische (politische) Ziele und Finanzmarktrestriktionen (Spread italienischer Anleihen). Das konnte man im letzten Jahr an den Aktienmärkten ablesen. Europäische Aktien haben trotz Russlandkrieg und Energiekrise US Aktien signifikant (ca 20%) outperformt. Niemand hat Angst vor der EZB.

US Dollar

Auch der US-Dollar profitiert vom Ausblick auf persistenterere Inflation. Inflation ist zwar schlecht für eine Währung, weil es deren Kaufkraft reduziert. Nicht aber, wenn eine Zentralbank glaubhaft die Inflation bekämpft und mit hohen Realzinsen die Kaufkraft erhält oder erhöht. Die Realzinsdifferenz ist wichtiger. Erwartete Veränderungen der Realzinsdifferenz sind entscheidend. Hier erwartet der Markt gegenwärtig mehr von der FED als der EZB. Wir würden uns dem anschließen und empfehlen Investoren eine strategische Dollarposition als Hedge gegen Politikfehler der EZB einzugehen.

China

Die Wiedereröffnung Chinas war der Konsensus Trade zu Beginn des Jahres. Es wurde erwartet, dass die enormen Ersparnisse, die während der Schließung angesammelt wurden, den internen Konsum ankurbeln würden. Der Markt ist sich nicht so sicher. Die chinesischen Aktien fielen im Laufe des Monats um 9,9%. Taktisch kann man den „pullback“ kaufen. Strategische Themen wird der Markt nicht so schnell los. Die USA spielen nun „hardball“ und das regulatorische Umfeld in China wird negativ bleiben. Auch Japan positioniert sich zunehmend gegen China. Verbal und physisch (Steigerung der Militärausgaben). Der Amtsantritt Xis in 2012 markiert die Zeitenwende (underperformance versus den Rest der Welt) am chinesischen Aktienmarkt.

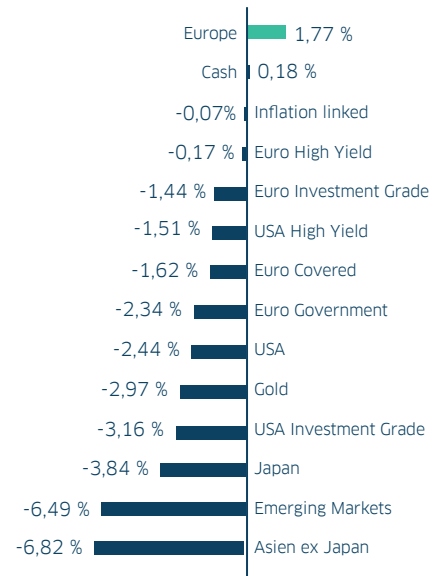
Geopolitik

Die Zukunft im Ukraine-Russland-Krieg bleibt weiterhin ungewiss und übt latenten Druck auf die Kapitalmärkte aus. China legte einen 12-Punkte-Friedensplan zur Schlichtung des Ukraine-Russland-Krieges auf der Münchner Sicherheitskonferenz vor. Für den Westen ist China eher Beteiligter als glaubwürdiger Vermittler. Die Erhöhung des Militärbudgets Chinas auf 7.5% des gdp wird den Westen alarmieren, da sich Chinas Zeitfenster zur Eroberung Taiwan schließt. Auch vermutete Waffenlieferungen an Moskau machen China nicht glaubwürdiger. Die Doomsday Clock (von Albert Einstein und Wissenschaftlern der Universität Chicago 1945 ins Leben gerufen) zeigt mittlerweile 90 Sekunden vor Mitternacht. Positiv zu bewerten ist dagegen die Einigung der zwischen UK und der EU im Windsor framework (regelt den Güterverkehr zwischen Nordirland und der EU). Hier hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass es für beide Seiten von Interesse ist, Lösungen in einer sich deglobalisierenden Welt zu finden.

Tail Risk Japan

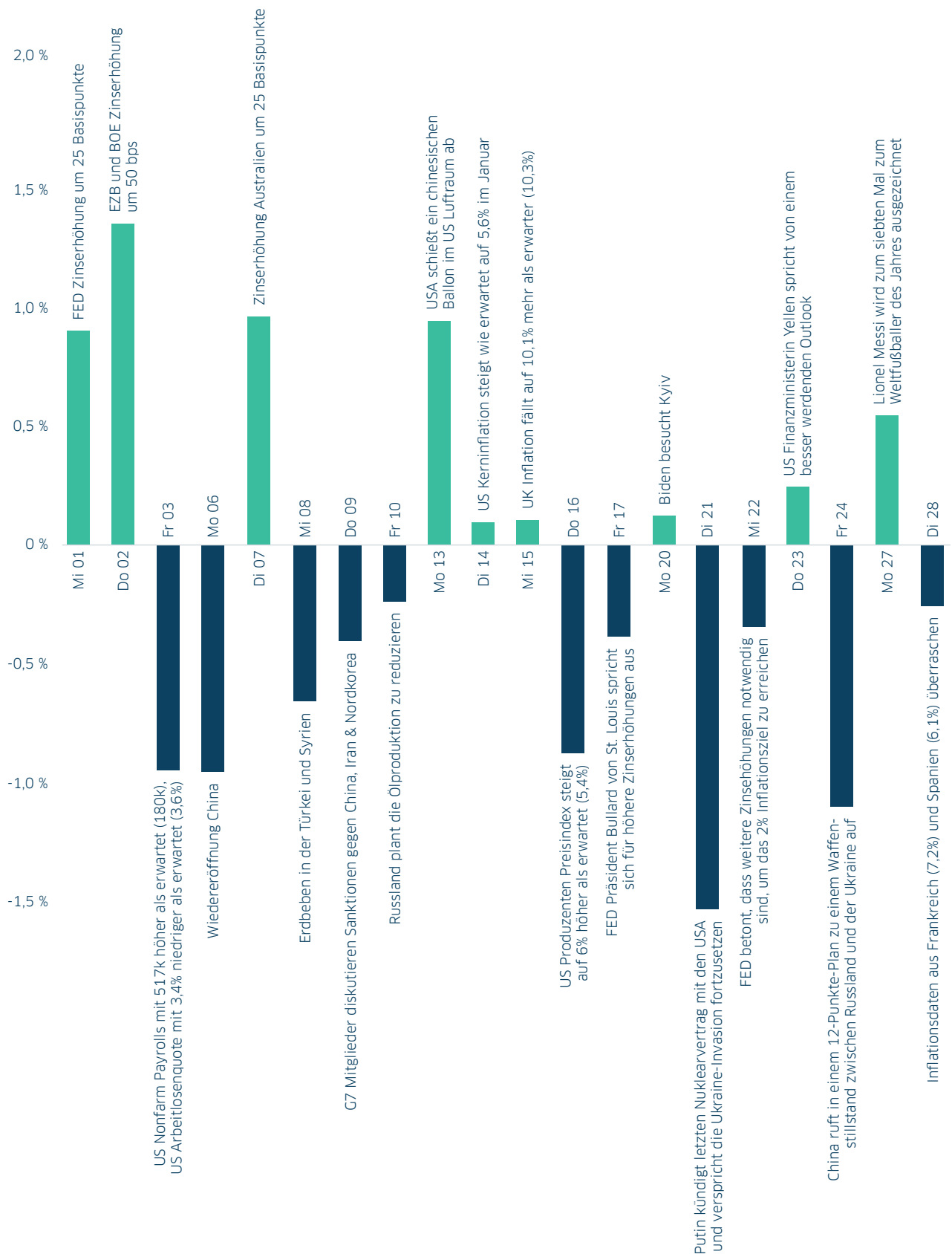
Die Inflation ist auf dem höchsten Stand seit 40 Jahren (4.3%) und die BOJ hält weiterhin an der Politik der Zinskurvenkontrolle fest. Damit bleiben zehnjährige Renditen weiterhin bei ca. 0.3%. Ein überraschendes Ende der Zinskontrolle würde den globalen Rentenmärkten Liquidität entziehen und Dollar und US-Zinsen taumeln lassen. Steigende Zinsen in Japan würden Anlagen im US-Dollar (mit Währungsrisiko) weniger attraktiv erscheinen lassen. Schon jetzt lohnen sich währungsgesicherte US-Treasuries nicht. Die Zinsdifferenz am kurzen Ende (Hedgekosten) frisst den Renditevorteil auf.

Performance Asset Klassen im Februar 2023



Quelle: Bloomberg

Abbildung 4 – MSCI World im Februar 2023

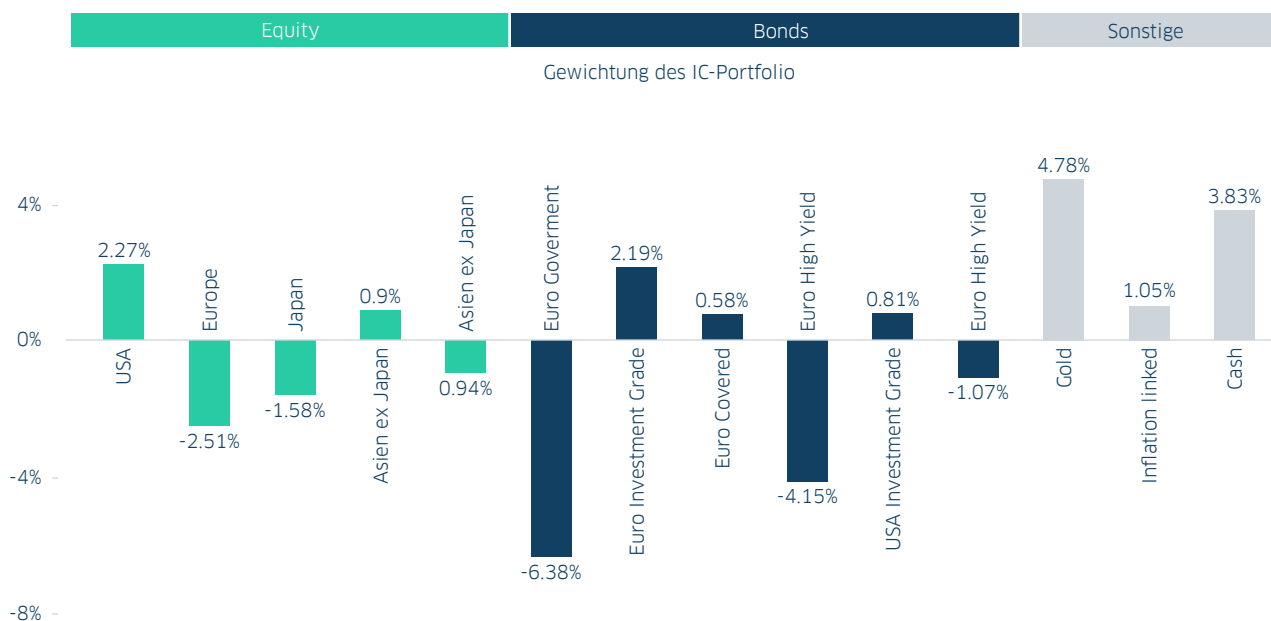


Quelle: Bloomberg

Positionierung

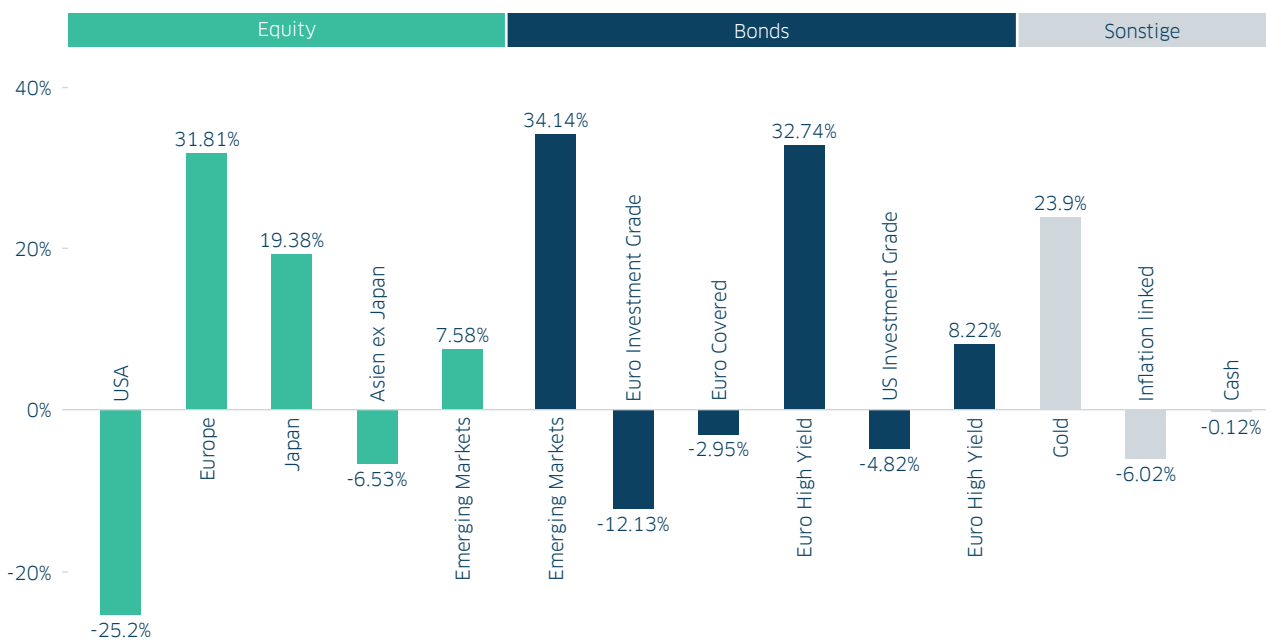
Unsere Position im März kann man als „short beta“ und „short carry“ bezeichnen. Wir erwarten eine Fortsetzung des repricing aus dem letzten Monat mit steigenden terminal rates. Im schlimmsten Fall ein erneutes frontloading der Geldpolitik, sollte sich erneut überraschend hohe Inflation zeigen. Wir sind daher in Staatsanleihen untergewichtet. Aus unserer Sicht sind Aktienmärkte der Realwirtschaft zu weit vorausgelaufen und werden im März keine Bestätigung durch Fundamentaldaten finden. Wir sind in Summe in Aktien untergewichtet. Regional gewichten wir dabei taktisch die USA höher als Europa. Der Dollar sollte uns einen Puffer geben. Aus dem gleichen Grund sind wir negativ auf High Yield in USA und Europa. Auf der „long side“ investieren wir in Cash, Gold und Inflation Linker sowie begrenzt in Investment Grade. Bei Letzteren bieten die Spreads einen guten Schutz vor steigenden Zinsen.

Abbildung 5 - Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 24.02.2023

Abbildung 6 – Prozentualer Risikobeitrag zum TE



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 24.02.2023

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
Qingzi Guo

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**Taktischer_CIO_View@
lbbw.de**

Redaktionsschluss:

08.03.2023