



# LB $\Xi$ BW

Bereit für Neues

## Taktischer CIO View

Investmentstrategie für April

Dr. Bernd Scherer  
Mitglied der Geschäftsführung  
LBBW Asset Management

12. April 2023 | Ausgabe 4 /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.



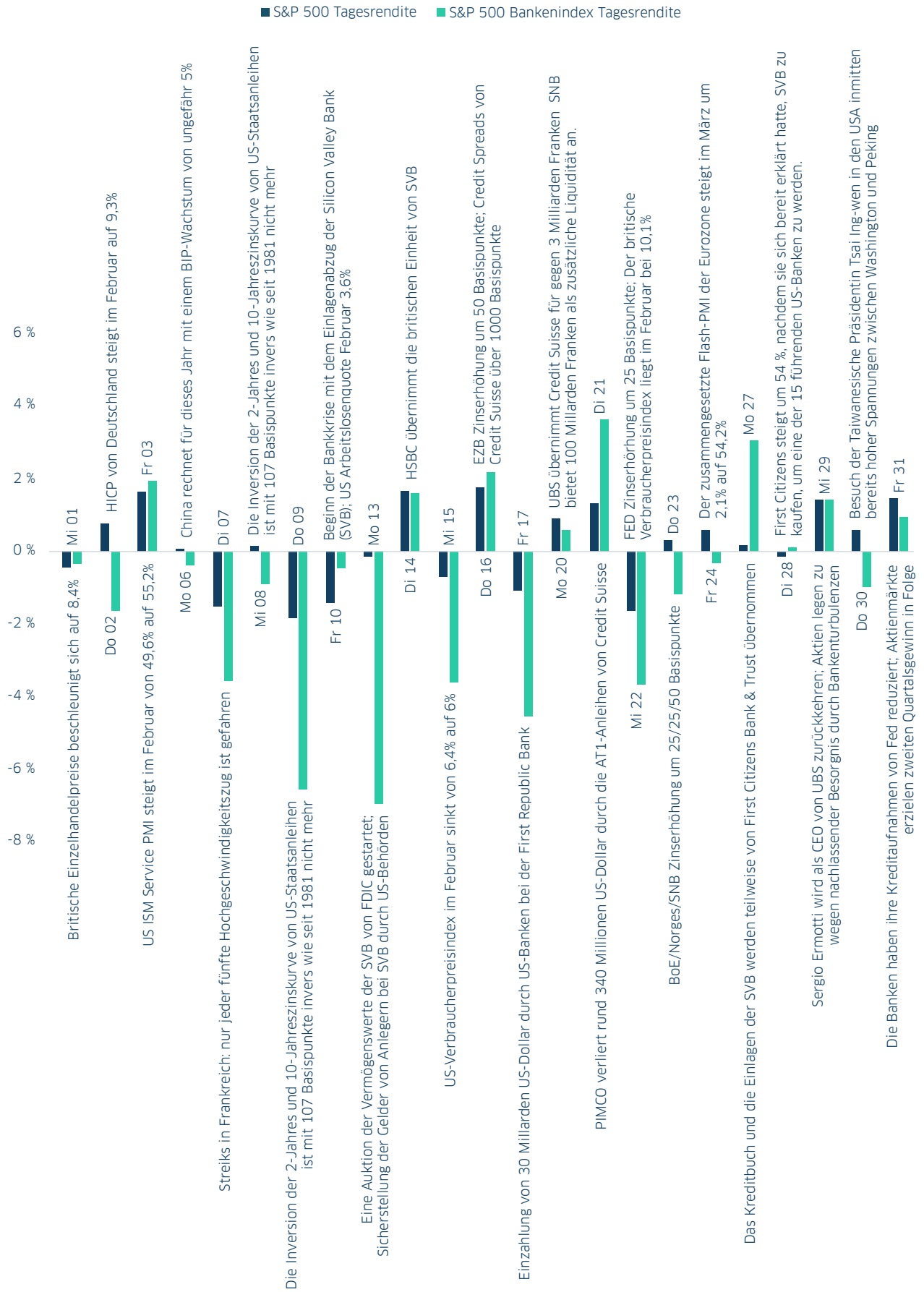
Die Geschäftsführung der  
LBBW Asset Management  
Uwe Adamla (Vorsitzender)  
Dr. Dirk Franz  
Dr. Bernd Scherer



### Was bisher geschah: Der Monat März

Der März erlebte sich stark verändernde Anlegererwartungen. Unter anderem das mögliche Kommen und Gehen des größten anzunehmenden „tail-Risikos“ an den Finanzmärkten: eine Bankenkrise – Erinnerungen an 2008 wurden wach (siehe hierzu unseren CIO Brief: Breaking Bad). Abbildung 1 zeigt, wie immer, unseren kommentierten Chart für den S&P 500 im März. Diesmal haben wir auch den S&P Bankenindex eingefügt. Seit Ausbruch am 8. März haben sich hohe Gewinne und Verlust abgelöst. Zum Monatsende hatte sich der S&P erholt und den Monat mit einem Plus abgeschlossen. Regulator (Zwangsübernahme

Abbildung 1 – S&P 500 Performance im März 2023



Quelle: Bloomberg

der Credit-Suisse durch die UBS, Diskontfenster der FED und BTFP) und Großbanken (Übernahmen der SVB durch First Citizen und Kapitalisierung der First Citizen unter der Führung von J.P. Morgan) haben zusammen das Vertrauen in das Finanzsystem wiederhergestellt. Dennoch blieben Bankaktien die Verlierer.

Viel Lärm um Nichts? Von der ungewöhnlich hohen realisierten Volatilität in allen Märkten ist am Ende des Monats nicht mehr viel zu sehen. Abbildung 2 zeigt die Performance wesentlicher Anlageklassen im März. Alle Anlagen sind fast ohne Ausnahme gestiegen. Aktien, Unternehmensanleihen und die wichtigsten Rentenmärkte konnten positive Renditen erzielen. Nur die Bewegung von Gold als bestes Asset, mit mehr als 5% Rendite, lässt die Krise noch flüchtig erahnen. Die Befürchtungen sinkender Realzinsen (Stabilisierung des Finanzsystems geht vor Inflationsbekämpfung) und schwächelnder Finanzmarktstabilität (Gold hat im Gegensatz zu Kreditgeld kein Gegenparteienrisiko), ließ die Kurse steigen. Multi-Asset Portfolios stabilisierten sich. Ein Kursanstieg des S&Ps (+3,5%) bei gleichzeitig hohen Verlusten des Bankensektors (-18,91%) ist ungewöhnlich. Bankaktien sind typischerweise eine Zustandsvariable die Wachstumsaussichten und Finanzmarktstabilität einer Volkswirtschaft beschreibt. Wenn es sich um eine systemische Krise handeln würde, sollte der Markt im „tail“ der Performance von Bankaktien ebenfalls stark fallen. Da dies nicht der Fall war, geht der Markt aus meiner Sicht davon aus, dass es sich eben nicht um eine Systemkrise, sondern ein spezifisches Problem der US-Regionalbanken handelt. Große Auswirkungen auf die Realwirtschaft (durch beispielsweise striktere Kreditvergaben) erwartet der Markt gegenwärtig nicht. Konsensus unter den großen US-Investmentbanken sind 0,3% bis 0,6% Wachstumsverlust in 2023. Das wäre verkraftbar.

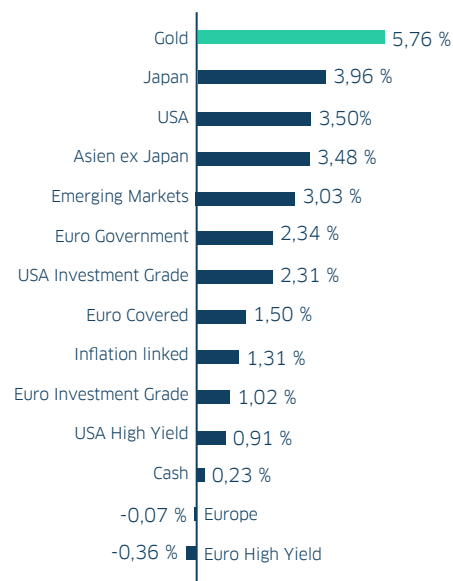
## Zweifel an der Attraktivität von Banken

Leidtragender ist bislang nur der Bankensektor. Steigende Finanzierungskosten, Kampf um Deposits, der Zwang, Einlagenzinsen zu erhöhen, Probleme auf der Assetseite (Anleihen im Bereich des Commercial Real Estate, Duration Mismatch) und eine bevorstehende stärkere Regulierung. Bankbilanzen weisen in ihrer Marktwertbilanz nach wie vor einen im Vergleich zu „normalen Unternehmen“ absurden Verschuldungsgrad auf. Regulatorische Eigenkapitalwerte sind nach dem Zinsanstieg, relativ zum ökonomischen Eigenkapital, viel zu hoch und der Verdacht liegt nahe, dass Banken Marktwertverluste im „held to maturity“ verstecken. Dies geht so lange gut bis ein „bank run“ dazu zwingt, diese Verluste zu realisieren, bzw. bis ein Verkauf dazu zwingt, Marktwerte offenzulegen. Was wie ein kostenloser Buchwertput aussieht, bedeutet letztlich nur eine Erhöhung des „tail Risikos“.

Bei sinkender Profitabilität müssen die Kurse der Banken fallen, bis die erwartete Rendite wieder den Risiken entspricht. Der Kursverlust war daher umso viel höher, als die Gesamtmarktbeziehung (-18,91% versus +3,5%). Aus meiner Sicht hat es sich bei den Banken um einen permanenten Cash-Flow Schock (Zähler) und nicht einen transitorischen Diskontfaktorschock (Nenner) gehandelt. Für den Gesamtmarkt galt das Umgekehrte.

Welche Einsichten habe ich aus der kurzen Bankenkrise im März noch mitgenommen. Zentralbanken werden das Interesse an einem digita-

Abbildung 2: Performance Asset Klassen im März 2023



Quelle: Bloomberg

len Dollar oder Euro (ohne Obergrenze für die Höhe der Guthaben) verloren haben. In einer Zeit, in der Abhebungen nicht mehr physisch (in Schlangen vor dem Schalter), sondern digital über Nacht (per Knopfdruck, also digitale bank runs) auf Empfehlung sozialer Netzwerke geschehen können, wäre eine digitale Währung eine Bedrohung für die Stabilität des Bankensystems.

Solange also das Finanzsystem so stark von der Existenz von Banken abhängig ist, wird der Staat alles durchsetzen, um das System zu stabilisieren. Notfalls wird der Staat auch Gesetze über das Wochenende mit rückwirkender Wirkung erlassen, wie in der Schweiz im März geschehen. Auch als deutscher Privatanleger in der Schweiz würde ich mir meine Gedanken machen. Traue keinem Staat, der solche Fußnoten in Verträgen etabliert. Aber auch Anleger in europäischen AT1 sollten sich nicht alleine auf die Beteuerungen der EZB verlassen.

## Wie hilfreich ist Chat GPT?

Im März wurde ich von der London Quant Group eingeladen, einen Vortrag zum Thema Robo-Advice zu halten. Die Fragestellung war: Wie gut sind die Modelle der Industrie? Basis war ein zuvor von mir veröffentlichtes akademisches Paper zur Modellbildung von Robo-Anlageberatern. Voller Hoffnung hatte ich zuvor Chat GPT gefragt: *“Wie viel % in Aktien sollte ein Beamter mit 100.000 Euro Finanzkapital und 900.000 Euro Humankapital anlegen?”* Für jeden wissenschaftlich gut ausgebildeten Ökonomen wäre diese Frage mit einem Dreisatz zu beantworten. Die Lösung lautet: Das Humankapital eines Beamten entspricht weitgehend dem eines Bonds. Sein Gesamtvermögen beträgt 1.000.000 Euro. Wenn er in Abhängigkeit von seiner Risikoaversion  $x\%$  seines Gesamtvermögens in Aktien anlegen will, dann muss er  $x\%$  mal Gesamtvermögen/Finanzvermögen an Aktien in seinem Finanzvermögen investieren.

ChatGPT aber schrieb: „Es gibt keine einheitliche Antwort auf diese Frage, da die optimale Verteilung von Aktienanlagen von vielen Faktoren abhängt, wie zum Beispiel der Risikotoleranz, dem Anlageziel und der finanziellen Situation des Investors. Allgemein gilt jedoch, dass eine höhere Aktienquote in der Regel mit höheren Renditechancen, aber auch höheren Risiken verbunden ist. Eine mögliche Strategie wäre eine breit gestreute Portfolioaufteilung, bei der Aktien nur einen Teil des Gesamtportfolios ausmachen und das restliche Kapital in andere Anlageklassen, wie Anleihen oder liquide Mittel, investiert wird. Ein allgemeiner Grundsatz könnte sein, dass Anleger mit einem längeren Anlagehorizont und höherer Risikotoleranz möglicherweise eine höhere Aktienquote in Betracht ziehen können. Es ist jedoch wichtig zu beachten, dass jede Anlageentscheidung individuell getroffen werden sollte und auf einer sorgfältigen Analyse der eigenen finanziellen Situation und Ziele basieren sollte. Es wird empfohlen, dass Sie sich an einen zugelassenen Finanzberater oder eine professionelle Finanzinstitution wenden, um eine maßgeschneiderte Anlagestrategie zu erhalten, die auf Ihre spezifischen Bedürfnisse und Ziele zugeschnitten ist.“

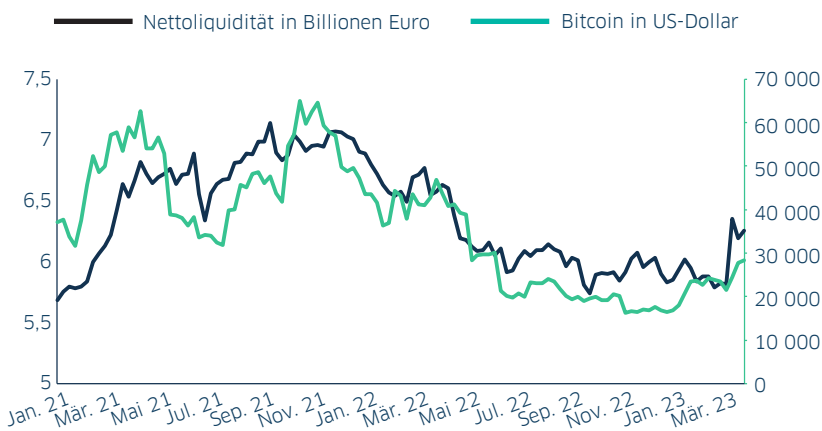
Es ist also noch ein weiter Weg bis Chat GPT einen Laien auf das Level eines Experten bringt. Das Urteil hängt aber sicher davon ab, was man unter dem Begriff Experte versteht. Der Vorteil von ChatGPT ist bislang, dass es gut und überzeugend klingt (dafür wurde es gebaut) und viele der Adressaten die richtige Antwort gar nicht kennen. Dies ist auch ein Zeichen der Oberflächlichkeit unserer Gesellschaft. Für Menschen mit guter Ausbildung ist das die wahre Bedrohung durch ChatGPT.

# Bitcoin Rally

Die auffälligste Kursbewegung seit Beginn des Jahres zeigt Bitcoin mit ca. 72%. Dabei vermeide ich bewusst den Begriff „Asset“. Bitcoin ist weder Asset (wird nie Cash-Flows zahlen und hat keine produktive Verwendung) noch Währung (nicht zur Begleichung von Steuern geeignet und für tägliche Transaktionen zu langsam). Das limitierte Angebot von Bitcoin ist ein Strohmännchen, da vergleichbare und technologisch vielleicht bessere „coins“ unbegrenzt neu aufgelegt werden können. Empirisch handelt Bitcoin daher eher wie ein unprofitables Technologieunternehmen mit hohem „beta“. Bitcoin ist einem hohen technologischen Substitutionsrisiko ausgesetzt.

Läutet die Bitcoin Bewegung das Ende des Papiergelds ein? Aus meiner Sicht nicht. Die Bewegung in diesem Jahr ist am wahrscheinlichsten von Veränderungen in der Liquidität getrieben, wie Abbildung 3 zeigt.

Abbildung 3. Nettoliquidität und Bitcoin



Quelle / Berechnung: Financial Times, Federal Reserve Economic Data (FRED), Bloomberg; Die Nettoliquidität wurde mit den Daten von der FRED berechnet; der Bitcoin-Preisindex wurde mit den Daten von Bloomberg und einer exponentiellen Glättung berechnet

Zunehmende Liquidität privater Investoren führt dazu, dass die Spekulationsgrenze immer weiter hinausgeschoben wird. Jeder Investor erweitert seine Anlagen um die nächsthöhere Risikoklasse.

## Gegenwind für ESG

Nachhaltigkeit außerhalb demokratisch legitimierter grüner Ordnungspolitik hat es zunehmend schwer. Erstens, hat ein Großteil der Asset Manager das Vertrauen in die Fähigkeit des Regulators, rechtsichere Art 9 Fonds zu definieren, verloren. Die Forderung nach 100% nachhaltigen Investments erscheint absurd hoch und würde Art 9 Fonds zu einem Nischenprodukt machen, das auf Grund seiner mangelnden Diversifikation kaum als Kerninvestment für eine hohe Anzahl von Investoren geeignet sein dürfte. Damit dürften die kommerziellen Interessen von Asset Managern nicht über ein „moral signalling“ hinausgehen. Zweitens ist das Thema der Energiesicherheit vor dem Hintergrund geopolitischer Risiken gegenüber dem Klimaschutz in den Vordergrund getreten. Drittens mehren sich die Stimmen aus der Wissenschaft, dass die Marketingunterlagen von Asset Managern den Im-



pact von nachhaltigen Investitionen überschätzen und deren Performancerisiken unterschätzen. Am Ende entscheidet das nachhaltigste Entscheidungskriterium, das wir in der Investitionsrechnung kennen: der Nettobarwert. In ihn fließen sowohl die Veränderungen der marginalen Cash-Flows, als auch veränderte Kapitalkosten ein. Gegenüber den Lehren eines guten Corporate Finance Lehrbuchs aus den 80ern hat sich auch heute nichts geändert (siehe hierzu auch den thematischen CIO View: Was Investoren über ESG wissen müssen).

## Veränderte Erwartungen an die Zentralbankpolitik

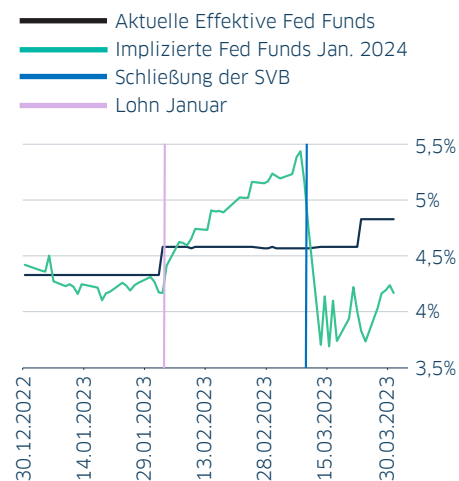
Die Bankenkrise wurde abgesagt und es wird wahrscheinlich erstmal keine geben. Schon alleine deshalb, weil sich die USA im geopolitischen Streit mit China keine Bankenkrise leisten werden. Zu groß wäre der Gesichtsverlust (Systemvergleich) und der wirtschaftliche Schaden. Dennoch bleiben die Erwartungen an die implizite Fed Funds Rate im Januar 2024 unterhalb der Erwartungen vor Beginn des Konkurses der Silicon Valley Bank (siehe Abbildung 4). Der Markt erwartet also Zinssenkungen noch in diesem Jahr, d.h. er erwartet, dass die Reaktionsfunktionen der Zentralbanken eine verringerte Inflationssensitivität aufweisen. Entweder, weil die Zentralbanken keine erneute Bankenkrise riskieren wollen oder weil sie keine Rezession riskieren wollen. Technisch bedeutet dies eine steilere Aggregate Demand Kurve und damit einen geringeren Rückgang an volkswirtschaftlicher Produktion. Es bedeutet aber auch eine höhere Inflation als unter einer Zentralbank mit einer entschlosseneren Reaktionsfunktion. Lagarde und Powell haben jedoch explizit formuliert, dass es einen Zielkonflikt zwischen Preisstabilität und Finanzstabilität in ihrer Wahrnehmung nicht gibt. EZB und FED werden durch eine Kombination aus steigenden Zinsen und Liquidität für (solvente) Banken versuchen, beide Ziele getrennt zu erfüllen. Aus Sicht der Zentralbanken sind Rezession und geringere Verfügbarkeit von Krediten durchaus erwünscht. Wir gehen aber von einem langsamen Zinsanstieg mit zwischenzeitlichen Pausen aus. Dies wird sich nur ändern, wenn die Kerninflation nach oben überrascht, oder die Finanzmarktstabilität in Frage gerät. So verlockend ein Verkauf von Volatilität auf Zinsen zur Zeit aussieht (Verkauf von Receiver- und Payer-Swaptions bei einer impliziten Volatilität von 1,54%), so hoch sind die tail-Risiken dieser „Short Gamma“ Position.

## Aktuelle Positionierung

Mit der Erwartung restriktiverer Kreditvergaben als Folge des Bankenstresses im März wird eine bevorstehende Rezession wieder intensiv diskutiert. Auch wenn wir für die Bestimmung der Rezessionsphase eine Bestätigung im Folgemonat benötigen, sieht unser Konjunkturzyklusmodell Ende März erstmals alle Regionen (Europa, USA und Japan) in den nächsten 3 Monaten am Beginn einer Rezession. Die Abbildungen 5 bis 7 zeigen den Verlauf unseres Indikators.

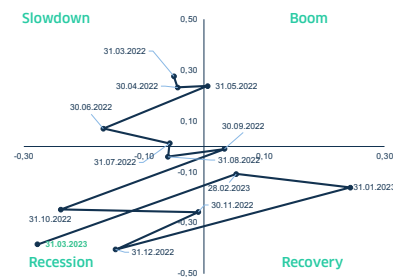
Wenn die Rezession kommt, dürfte sie von Anlegern und Analysten vollständig antizipiert sein und den Markt nicht mehr überraschen. Die Gewinnschätzungen der Analysten für die nächsten 12 Monate zeigen daher auch ein positives erwartetes Gewinnwachstum in allen Regionen.

Abbildung 4 – Aktuelle Effektive Fed Funds vs. Implizierte Fed Funds Jan. 2024



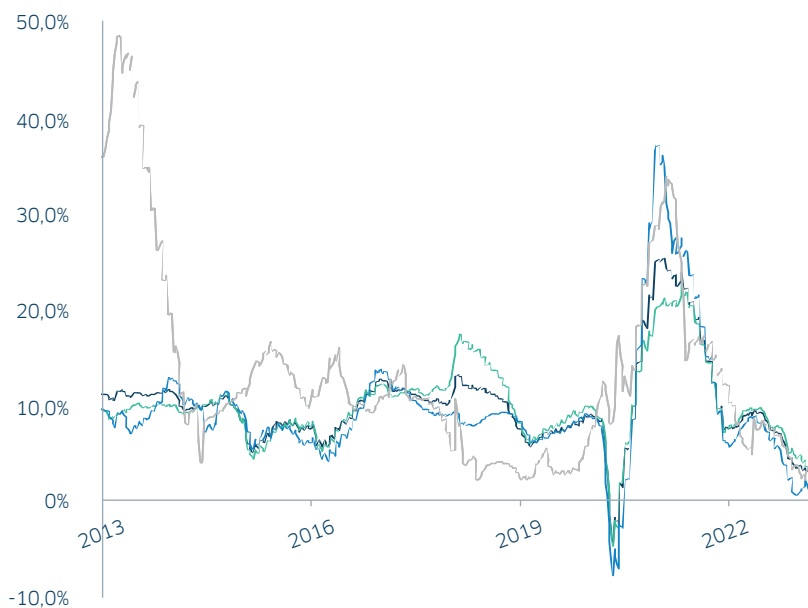
Quelle / Berechnung: Bloomberg, Federal Reserve; Die aktuellen effektiven Fed Funds Raten kommen von der Federal Reserve Bank of New York (Bloomberg Ticker: FEDL01 Index). Die implizierten Fed Funds Rate Jan. 2024 kommen von der Fed Funds Futures (Bloomberg Ticker: USOAFR JAN2024 Index)

Abbildung 5 – 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

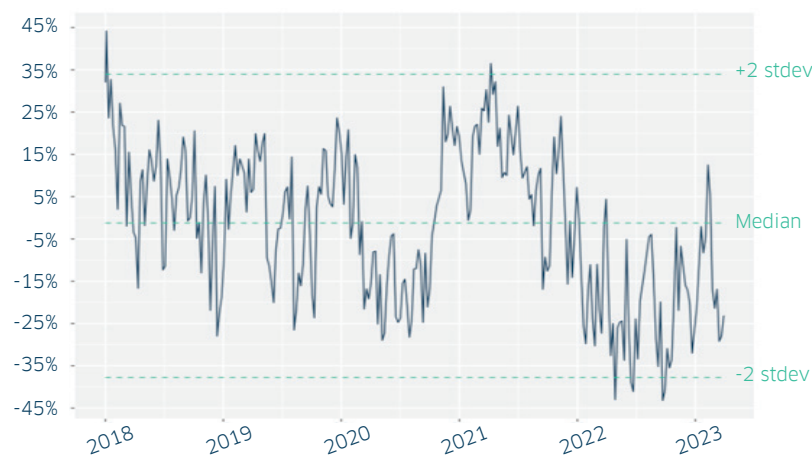
Abbildung 8 – Erwartetes Gewinnwachstum über die nächsten 12 Monate



Quelle / Berechnung: Datastream, I/B/ES; die prozentuale Abweichung zwischen der Gewinnschätzung für die nächsten 12 Monate und der realisierten Gewinne der letzten 12 Monate

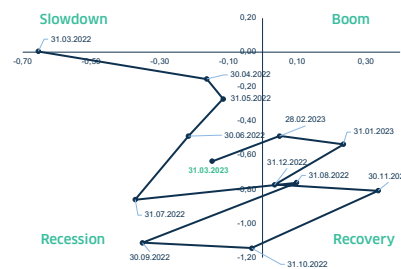
Gepaart mit einem immer noch eher pessimistischen Sentiment (positive Überraschungen wird der Markt viel stärker als negative bewerten) in Abbildung 9 und positivem Momentum sind wir optimistisch für Aktienmärkte und haben unsere Gewichte in Abbildung 10 im Vergleich zum Vormonat erhöht. Wir sind nun netto etwa 5% Aktien übergewichtet. Gehedgt wird diese Position durch ein Übergewicht an Staatsanleihen (in Europa und USA) und Investment Grade Anleihen in Kombination mit einem signifikanten Untergewicht in spekulativen Unternehmensanleihen (High-Yield). Sollte die Rezession den Markt überraschen, werden Investoren aus Aktien in Anleihen flüchten und High-Yield Bonds signifikant underperformen. Die dann negative Korrelation zwischen Aktien und Renten macht einen solchen Hedge wieder möglich, da der Schock einer Rezession aus dem Aktienmarkt kommt.

Abbildung 9 – AAI Survey



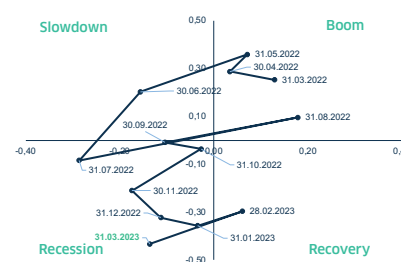
Quelle: Bloomberg; American Association of Individual Investors Sentiment Survey

Abbildung 6 – Business Cycle Indikator Europa



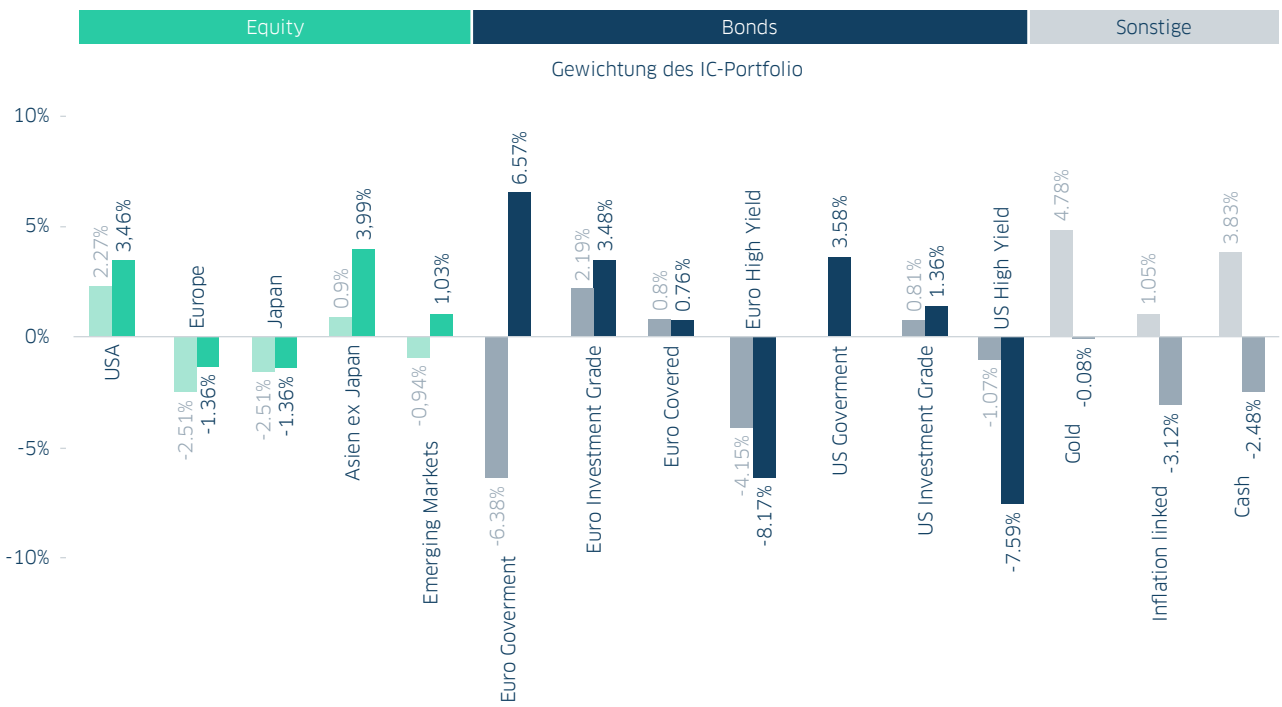
Quelle: Scherer/Apel (2020), Business Cycle Related Timing, Journal of Alternative Investments und Hakkio/Keeton (2009), Financial Stress, Economic Review; Bloomberg

Abbildung 7 – Business Cycle Indikator Japan



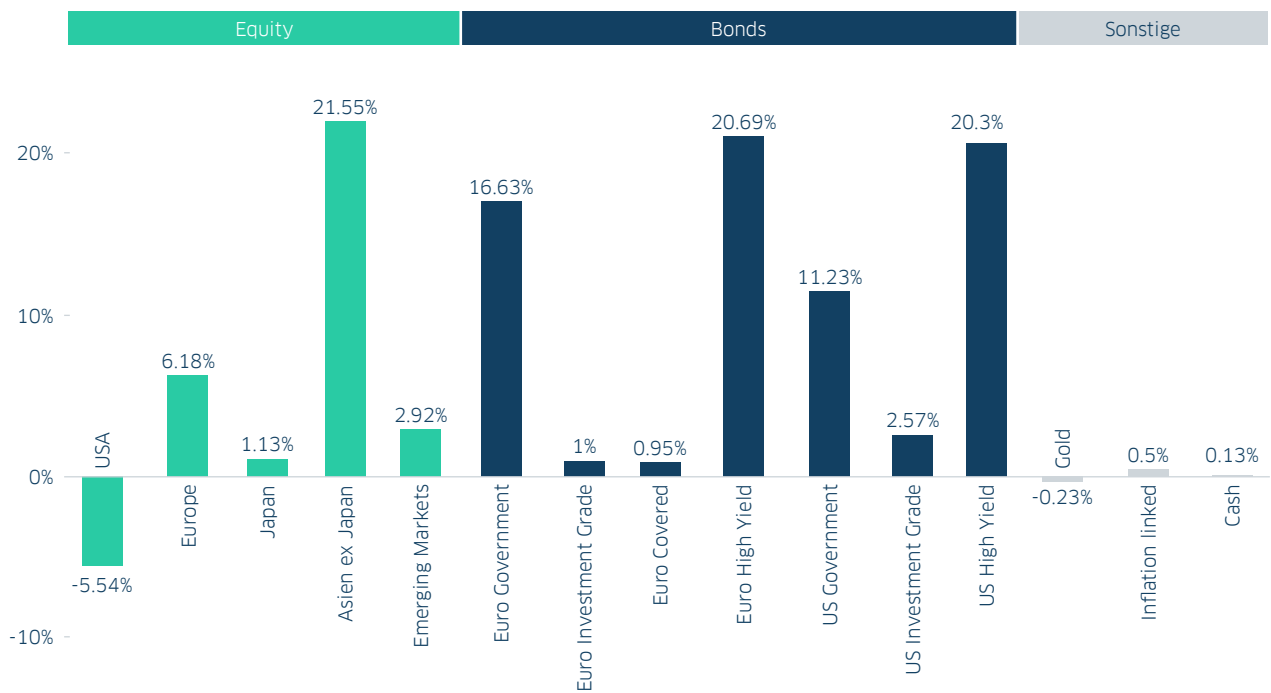
Quelle: Scherer/Apel (2020), Business Cycle Related Timing, Journal of Alternative Investments und Hakkio/Keeton (2009), Financial Stress, Economic Review; Bloomberg

Abbildung 10 – Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Hellere Balken zeigen den Vormonat. Stand 31.03.2023

Abbildung 11 – Prozentualer Risikobeitrag zum TE



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Stand 31.03.2023



Neutralisieren wir mit dem hohen Untergewicht in High-Yield nicht auch unser Übergewicht in Aktien? Aus unserer Sicht nur teilweise, da High-Yield weniger Zukunft diskontiert wie der Aktienmarkt. Die begrenzte Laufzeit der Anleihen und das kurzfristiges Kreditrisiko in einer Rezession (mit dem Kreditereignis endet die Diskontierung) lassen uns eine asymmetrische Rendite/Risikoprofil erwarten. Abbildung 11 zeigt, dass wir auch im April ein diversifiziertes Portfolio halten. Keine Position dominiert alle anderen Positionen.

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:

12.04.2023