



LB BW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für Juni

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

13. Juni 2023 | Ausgabe 6 /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

Mit Blick auf Europa gerät der Konjunkturmotor hierzulande ins Stocken. Demnach befindet sich Deutschland nach der Veröffentlichung aktueller Zahlen in einer technischen Rezession. Diese zeichnet sich dadurch aus, dass das Wirtschaftswachstum in zwei aufeinander folgenden Quartalen negativ ist. Die ersten Schätzungen zu Q1/2023 wurden von 0% auf -0,3% revidiert, nachdem die Wirtschaft bereits in Q4/2022 um -0,5% schrumpfte. Die technische Rezession geht mit einer extrem niedrigen Arbeitslosenquote von ca. 5,7% einher. Die Einkaufsmanagerindizes zeichnen ein geteiltes Bild. Während

der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe in Deutschland von 44,5 auf 42,9 im Mai sank, konnte der Index für den Dienstleistungssektor hingegen von 56,0 auf 57,8 zulegen.

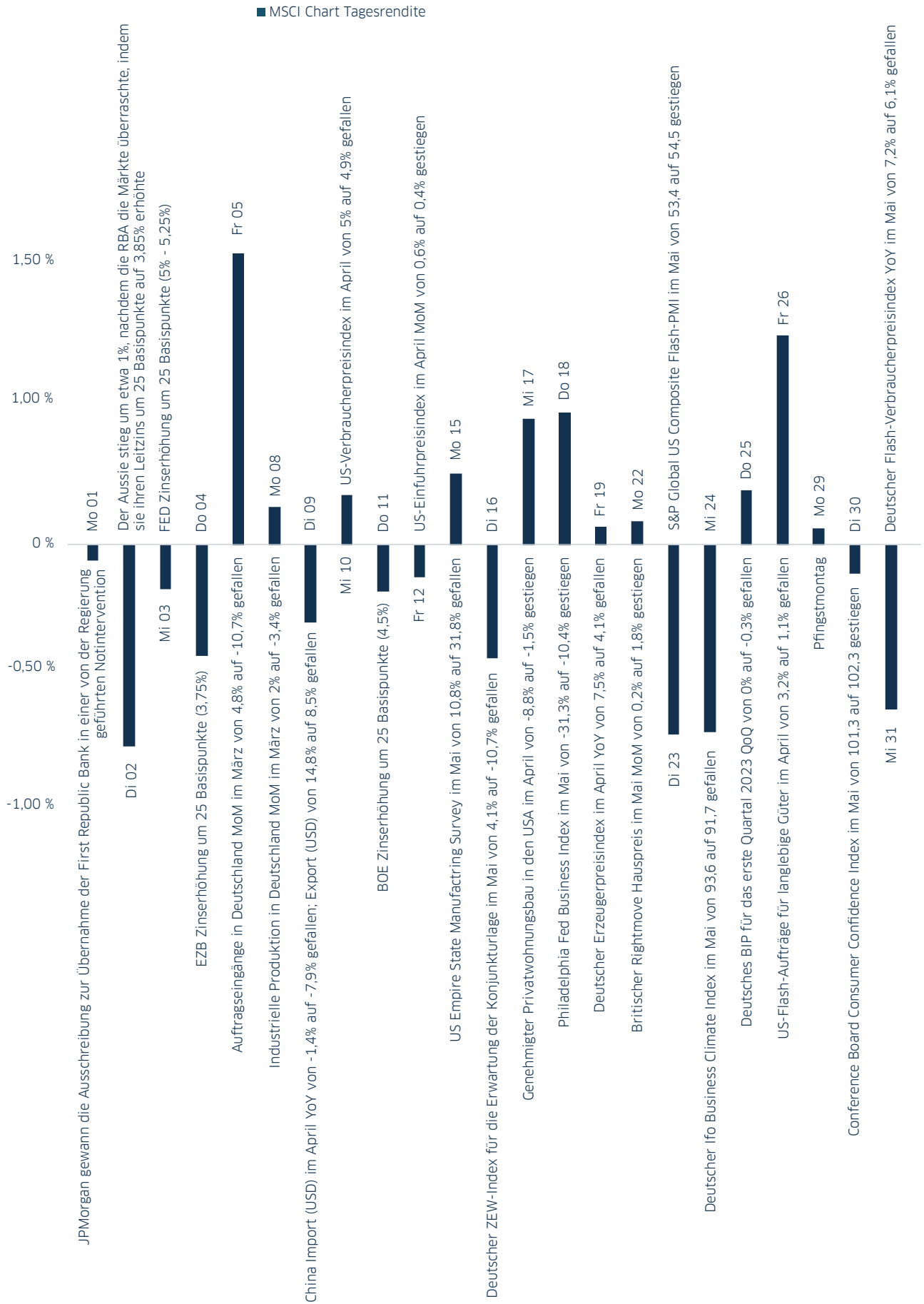
Seit Oktober profitierte der Aktienmarkt von dem ausgeprägten Pessimismus hinsichtlich der allgemein erwarteten Rezession vor allem in Europa und Deutschland. Bisher erwies sich der Pessimismus angelsächsischer Investoren gegenüber dem europäischen Aktienmarkt als übertrieben und befeuerte ab November eine deutlich bessere Entwicklung als in den USA. Auffällig an der jüngsten Rally des Aktienmarktes ist, dass immer weniger Aktien partizipieren. In den USA beschränkte sich die Hausse auf wenige Mega Caps, die auch zu den Hauptprofiteuren der künstlichen Intelligenz gehören. Mit der KI-Euphorie der letzten Wochen ist dabei der Pessimismus in einen ausgeprägten Optimismus umgeschlagen. Damit verliert der Aktienmarkt einen weiteren wichtigen stützenden Faktor.

Der amerikanische sowie der europäische Aktienmarkt erreichte im Mai neue Jahreshochstände und die deutschen Aktien konnten sogar auf ein marginal höheres Allzeithoch klettern. Zum Monatsende verzeichneten europäische Aktien jedoch ein Minus von 3,24% und auch der Dax konnte die Gewinne nicht halten und sank um -1,62%. Während der breite amerikanische Markt noch ein marginales Monatsplus von 0,25% verzeichnen konnte, stiegen die Technologiewerte in den USA um beachtenswerte 7,61% an. Auf Jahressicht konnte der bekannte Tech-Index um 30,30% ansteigen. Angeführt wurde die Entwicklung von der Nvidia-Aktie, die um 36,34% zulegen konnte und sich nun im ausgewählten Kreis der 1 Bio. USD Bewertung wiederfindet. Der Chiphersteller, der in der Vergangenheit vor allem im Bereich der Grafikkarten aktiv war, trumpfte mit einem starken Quartal und einem sehr positiven Ausblick auf und zog den kompletten Sektor rund um das Thema „KI“ mit nach oben.

Mit Blick auf Asien befindet sich Japan in einem Übergang von Deflation zu einer moderat inflationsorientierten Wirtschaft. Kürzlich hat Warren Buffet erst ein wachsendes Interesse am japanischen Markt geäußert und hebt dabei dessen Stabilität gegenüber geopolitischen Risiken hervor. Auf dem aktuellen EUR/JPY Niveau kann eine Diversifikation raus aus dem EUR Sinn machen, da sich der Yen in Risk Off Phasen häufig gut entwickeln konnte.

Die Emerging Markets, allen voran China, waren zu Beginn des Jahres einer der beliebtesten „Long-Trades“. Die Hoffnung auf das Fallen der überzogenen Covid-Restriktionen sollten den Konsum anregen und die Produktion im Land der Mitte hochfahren lassen. Zudem waren die Aussichten im Rest der Welt eher negativ und die Marktteilnehmer erwarteten eine drohende Rezession in den USA. Auch den abgeleiteten Proxy-Trades, sprich Investitionen, die von einem Reopening profitieren können, wurde eine positive Entwicklung vorhergesagt. So wurde bspw. Deutschland, welches stark abhängig ist von der Entwicklung in China, positiv gesehen. Mit einem Blick auf die Preistableaus blieb China deutlich hinter den Erwartungen zurück. Das stark kreditabhängige Land konnte nicht mit den Erwartungen der Marktteilnehmer mithalten und der Credit Impulse im Land notiert deutlich unter dem langjährigen Mittelwert. Ende des Monats folgten die aktuellen PMIs und unterstrichen die negative Entwicklung. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe sank tiefer in den kontraktiven Bereich, während sich der Dienstleistungssektor nur knapp über der Marke von 50 Punkten halten konnte. Der Subindex für die Produktion sank jedoch ebenfalls unter die Expansionsschwelle

Abbildung 1 – MSCI World Performance im Mai 2023



Quelle: Bloomberg

von 50 Punkten. Der chinesische Aktienmarkt gab in dieser Folge im Mai in Summe um -5,72% nach.

Für den Anleihemarkt verbessern sich die Perspektiven sukzessive. Neben den nun im Trend deutlichen rückläufigen Inflationsraten der Headline dürfte eine wirtschaftliche Abkühlung die Zinskampagne der Notenbanken sehr bald beenden und damit den Anleiheinvestoren in die Karten spielen. Die Zinsvolatilität blieb vorerst hoch. So stieg bspw. die 10-Jahresrendite deutscher Staatsanleihen von 2,25% auf knapp 2,55% an, um zum Monatsende kaum verändert bei 2,28% zu schließen. Somit bewegt sich die Rendite seit gut sechs Monaten in einer Seitwärtsrange von 2,00% bis 2,50%, wobei es lediglich zu kurzen Ausbrüchen kam. Das volatile Umfeld kann durch den Einsatz von derivativen Strategien, wie bspw. von Strangles, gut gehandelt werden. In den USA konnte eine ähnliche Entwicklung beobachtet werden. Die 10-Jahresrenditen von US Treasuries stiegen von 3,56% auf 3,81% an und gingen in einer schnellen Anleihe-Rally auf 3,64% zurück. Während die Wahrscheinlichkeit für einen weiteren Zinsschritt in den USA kontinuierlich höher eingepreist wird, bleibt auch das Wording in Europa „hawkish“. Die Inflations- und Lohnentwicklung lassen einen Seitwärtstrend der Kerninflation auf hohem Niveau erwarten. Somit wird derzeit ein Zins-Peak von 3,65% in Europa eingepreist, was beinahe zwei Schritten á 25bp entsprechen würde.

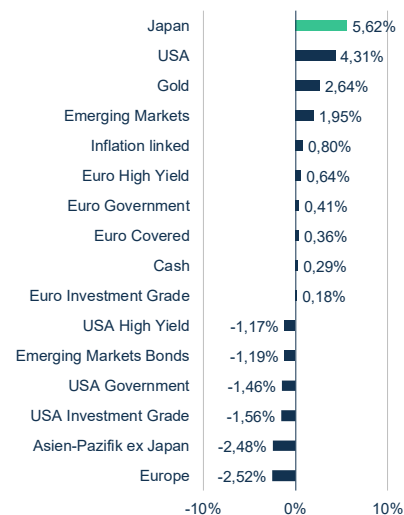
Weiterhin spannend bleibt die Entwicklung von italienischen Staatsanleihen. Trotz des mittlerweile restriktiven Zinsniveaus der EZB halten sich die Renditen stabil und notieren zumeist unterhalb der 200bp Grenze zum Bund. Es wird vermutet, dass die EZB hier noch massiv interveniert, um die Spreads stabil zu halten. Damit sind italienische Bonds derzeit eher teuer und es bietet sich an auf bspw. Frankreich auszuweichen, die eher underperfornt haben. Im Umfeld der Unternehmensanleihen bleiben Anleihen guter Bonität (IG) weiterhin attraktiv. Die Renditen liegen mit ca. 4% über dem langjährigen Durchschnitt. Zuletzt konnten sich spekulativere Anleihen (High Yield) zwar etwas besser entwickeln, die zuletzt genannten Risiken, wie ein erwarteter Anstieg der Ausfallraten, bleiben jedoch weiterhin omnipräsent, was für ein Untergewicht dieser Assetklasse sprechen würde. Hybrid-Anleihen bleiben relativ gesehen weiterhin interessant. So konnte bspw. der Ende Mai emittierte Bond der Allianz sehr gut performen. Im Laufzeitenspektrum macht eine Barbell-Strategie zwischen 2 und 10 Jahren Sinn. Der 5-Jahrespunkt auf der Zinskurve erscheint im derzeitigen Kontext relativ teuer.

Der USD konnte im Mai ggü. dem EUR an Wert gewinnen. Das Währungspaar ging von 1,1019 auf 1,0689 zurück. Diese Entwicklung kann sicherlich auch einen Teil der Goldschwäche erklären. Gold verlor im Mai trotz Diskussion zur Schuldenobergrenze der USA an Wert und gab von 1990 USD auf 1962 USD (-1,37%) nach. Brent-Oil bleibt seiner bisherigen Linie vorerst treu und bewegt sich weiterhin seitwärts in einer Range zwischen 85 USD und 66 USD. Rückläufige Konjunkturindikatoren aus China wirken weiterhin belastend.

US Debt-Ceiling

Alle Jahre wieder rückt die Diskussion um die Schuldenobergrenze der USA in den Fokus der amerikanischen Politik, den Staatsangestellten und den Marktteilnehmern. Die regelmäßige Anhebung der Obergrenze gehört mittlerweile zum Standardprozedere der US-Politik. Nach einem

Abbildung 2 – Performance IC Asset Klassen im Mai 2023

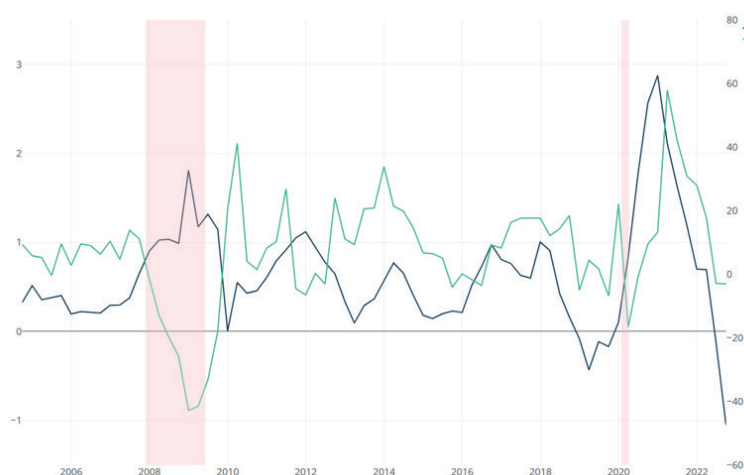


Quelle: Bloomberg

verbalen Tauziehen zwischen Demokraten und Republikanern kommt man letztendlich doch immer zu einer Einigung. So jedenfalls in den letzten Jahren geschehen. Neben dem Jahr 2011 gestaltet sich die politische Diskussion um eine Anhebung der Schuldenobergrenze vor allem in diesem Jahr als deutlich schwieriger. Der Grund liegt darin, dass eine Anhebung durch die beiden Kammern des US-Kongresses gehen muss. Sprich durch den Senat und das Repräsentantenhaus. In letzterer Instanz haben die Republikaner die Mehrheit, wenn auch nur eine sehr kleine. Diese Macht werden die Republikaner jedoch einsetzen, um die Finanzierung einer erhöhten Schuldenobergrenze durch Kürzungen der Staatsausgaben zu rechtfertigen. Nach aktuellem Verhandlungsstand wird es, kurz bevor den USA das Geld ausgeht, eine Einigung geben. Das Treasury General Account Guthaben sank in diesem Kontext weiter ab und notierte zum Monatswechsel bei lediglich 50 Mrd. USD. Zum 1. Juni sollte laut Aussage von Finanzministerin Yellen das Geld ausgehen. Die Ratingagentur Fitch reagierte bereits und setzte das Rating der größten Volkswirtschaft der Welt auf „rating watch negative“, womit in Zukunft ein schlechteres Rating vergeben werden könnte. Begründet wird der Schritt mit einem drohenden Vertrauensverlust.

Mit Eintritt der Einigung rechnet man damit, dass die jetzt quasi aufgebrauchte Liquidität durch die Begebung neuer Staatsanleihen wieder aufgefüllt wird und so bis zu 1 Bio. USD Liquidität den Finanzmärkten wieder entzogen wird. Zur gleichen Zeit reduziert die US-Notenbank ihre Bilanz durch Anleiheverkäufe um monatlich knapp 100 Mrd. USD. In Kombination mit der schärfsten Zinsanhebungskampagne seit den 70er Jahren dürfte die Geldpolitik ohnehin bereits zunehmend restriktiv wirken und unter Berücksichtigung der üblichen Zeitverzögerung die konjunkturellen Perspektiven deutlich eintrüben. Wie wirkt der Entzug von Liquidität auf Aktienmärkte? Abbildung 3 zeigt den globalen Liquiditätsindikator und die Differenz der rollierenden 12-Monatsrendite zwischen US-Aktien und US-IG-Anleihen. Eine geringere Liquiditätsverfügbarkeit hat einen nachteiligen Einfluss auf den Aktienmarkt.

Abbildung 3 – Globaler Liquiditätsimpulsindikator vs. Relative Performance MSCI US Total Return



Quelle: Page (2023), *The Liquidity Impulse and Markets*; Bloomberg; Bank of International Settlements (Daten bis 3. Quartal 2022 verfügbar)

Sofern historische Konditionalitäten als Wegweiser dienen können, lassen wichtige Frühindikatoren, wie die inverse Zinskurve, das negative Geldmengenwachstum (M1, M2) und die fallenden Einkaufsmangerindizes wenig Raum für Spekulation. In den USA liegen die kurzfristigen Zinsen mittlerweile über der aktuellen Inflationsrate und Unternehmensanleihen rentieren über 5%. Es bieten sich damit risikoarme Alternativen zur Aktie und Verbrauchern und Unternehmen wird damit ein echter Anreiz geboten größere Anschaffungen oder Investitionen aufzuschieben.

AI FOMO

Gegenwärtig wird die Performance des Gesamtmarktes von einer kleinen Anzahl an Aktien gemacht. Abbildung 4 und 5 zeigen dies deutlich.

Viele aktive Manager sind davon frustriert und legen dies als Zeichen für einen wenig nachhaltigen Markt aus. Das ist leider nur fast richtig. Situationen dieser Art gab es in der Vergangenheit oft. Ein robustes Portfoliomanagement tut gut daran sich zu erinnern, dass die Gewinner der Zukunft nur schwer zu identifizieren sind. Dies hat Burton Malkiel schon vor mehr als 40 Jahren zu dem Satz bewegt: „Wer sicher sein will die Nadel im Heuhaufen zu finden, muss den ganzen Heuhaufen kaufen“.

Makroökonomische Unsicherheit?

Wir beobachten seit längerem eine Zunahme der makroökonomischen Unsicherheit. Diese lässt sich entweder indirekt an konstant falschen Erwartungen ablesen (Economic Surprise Indices) oder direkt am globalen EPU (Economic Policy Uncertainty Index) in Abbildung 6.

Welche Wirkung hat ein Anstieg des EPU? Höhere Unsicherheiten über den Pfad einer künftigen Geld- und Fiskalpolitik reduzieren den Wert des monetären oder fiskalischen Puts, den die Politik zur Verfügung stellen könnte. Die Risikoprämie für Aktien müsste eigentlich steigen. Tut sie aber nicht, wie ein Blick auf Abbildung 7 zeigt.

Im Gegenteil. Die Risikoprämie für US-Aktien ist historisch niedrig. Wir gehen daher davon aus, dass der Markt zu hoch bewertet ist und kurzfristig eher anfällig ist.

Positionierung im Juni

Das Investmentkomitee der Asset Management gibt seine bislang sehr konstruktive Sicht auf Risikoanlagen auf. Im Gegensatz zu den Vormonaten sind nun Aktien in Summe untergewichtet, wie Abbildung 8 zeigt.

Abbildung 4 – Relative Performance von Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft und Nvidia vs. restlichen Aktien von S&P 500



Quelle: Bloomberg; Financial Times

Abbildung 5 – S&P 500 ohne Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft und Nvidia



Quelle: Bloomberg; Financial Times

Abbildung 6 – Monthly Global Economic Policy Uncertainty Index



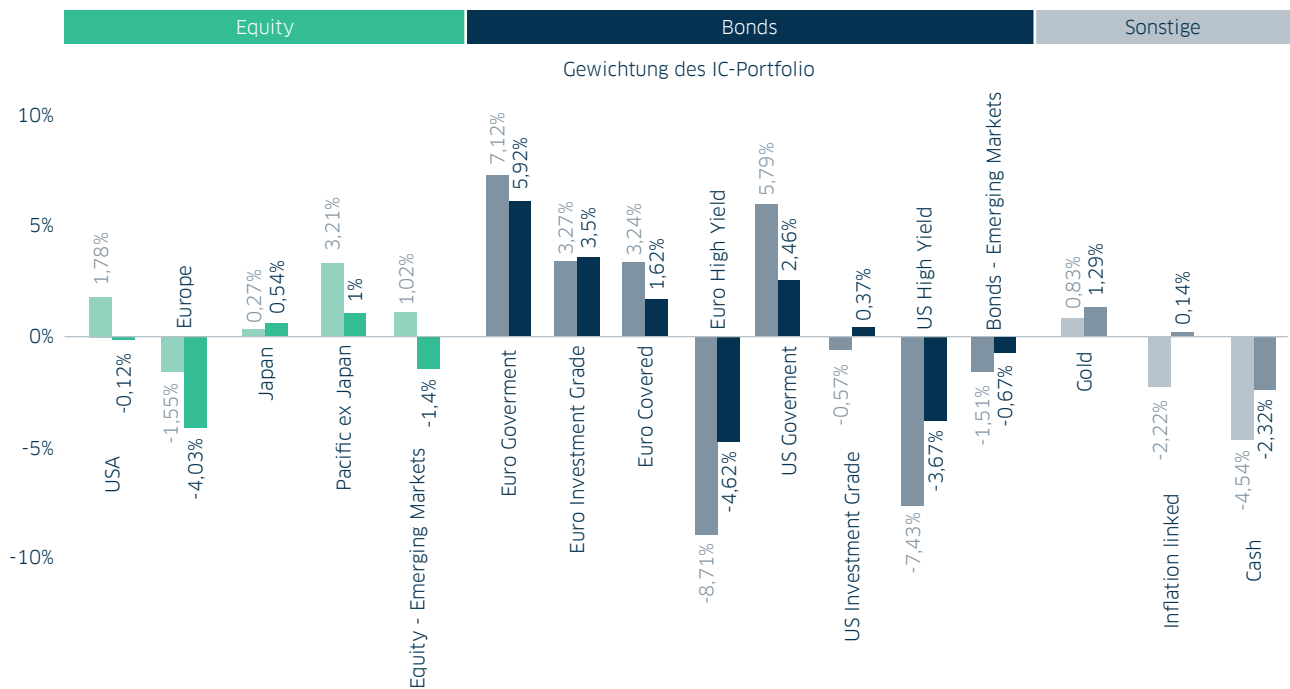
Quelle: Economic Policy Uncertainty; Bloomberg

Abbildung 7 – Schiller PE Risikoprämie des S&P 500



Quelle: Bloomberg

Abbildung 8 – Aktive Positionen

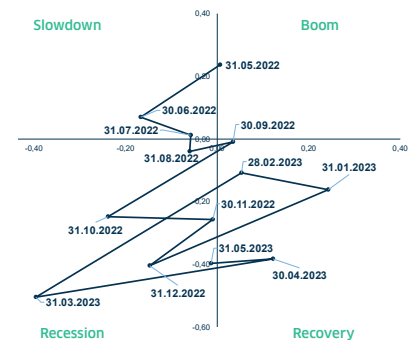


Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Hellere Baken zeigen den Vormonat. Stand 26.05.2023

Hinzu kommt noch das implizite Untergewicht in europäischen und amerikanischen Hochzins-Unternehmensanleihen. Wir erwarten dabei nicht, dass sich die Bewegung seit September 2022 umgekehrt hat und wir wieder alte Tiefstände sehen. Ich habe das schon an vielen Stellen gesagt. Dies ist keine Bear Market Rally. Dafür dauert die Bewegung schon zu lange, die Gewinne sind robust und alle Krisen (Banken, Debt-Ceiling) wurden abgesagt.

Wir teilen die Argumente für einen mittelfristig (3-6 Monate) anhaltenden Bull-Markt, würden aber taktisch short gehen, weil der Markt diese Gründe aus unserer Sicht zu stark gewichtet. Die Fed wird sicher die Zinsen länger hochhalten und auch ein weiterer Zinsabstieg ist nicht ausgeschlossen. Damit werden die Probleme kleiner Banken wieder akut und auch die Unternehmensgewinne werden unter Druck geraten. Hinzu kommt der Effekt der abnehmenden Liquidität oder der geopolitischen Risiken, die im Markt noch nicht richtig gepreist sind.

Abbildung 9 – 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

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:

12.06.2023