



LBBW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für Juli

Die Geschäftsführung
LBBW Asset Management

11. Juli 2023 | Ausgabe 7 /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 taktischen 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 Juni

Trotz sich immer deutlicher abzeichnenden Konjunkturwolken am Horizont setzten die globalen Märkte ihre Risk-On Bewegung im Juni weiter fort. Knapp zusammengefasst ist festzuhalten, dass sich Aktien, Unternehmensanleihen und Kryptowährungen, sprich Risikoanlagen, positiv entwickelt haben, während Staatsanleihen, Gold und der US-Dollar eher schwach gingen. Letztere Assetklassen gelten in der allgemeinen Wahrnehmung eher als sichere Häfen, wenn es an den Märkten unruhig wird und die Volatilitäten steigen. Trotz negativer Konjunkturindikatoren gestaltet sich die Weltwirtschaft

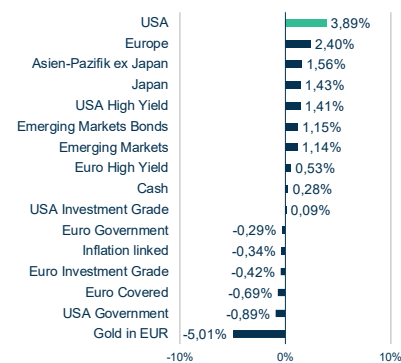
derzeit sehr viel resilienter als vom Großteil der Anleger zu Beginn des Jahres antizipiert. Vor allem die US-Wirtschaft stellt sich trotz einer strafferen Geldpolitik der Fed bisher robust gegen eine Rezession.

Nach einem Wachstum von 2,0% QoQ in Q1 sollte die US-Wirtschaft auch im zweiten Quartal gewachsen sein. Dies wird durch positive US-Konjunkturzahlen wie Eigenheimverkäufe, Verbrauchervertrauen, Immobilienpreise und Auftragseingänge langlebiger Wirtschaftsgüter bestätigt, die in der Breite besser als erwartet ausgefallen sind.

Anders sieht es derzeit in Deutschland aus. Nach zwei negativen Quartalen in Folge befindet sich die deutsche Wirtschaft in einer technischen Rezession und könnte sich, wie zu Beginn des Jahrtausends, wieder zum „kranken Mann“ Europas entwickeln. Die deutsche Konjunktur ist die einzige in Europa, die noch nicht wieder über die Vor-Corona-Niveaus gewachsen ist, und dies im Kontext von starker Zuwanderung, vor allem aus der Ukraine, was sich tendenziell nachfrageausweitend niederschlagen sollte. Hohe Steuern, teure Arbeitskräfte und eine massive Bürokratie lassen Deutschland zunehmend unattraktiv erscheinen. Das Wirtschaftsforschungsinstitut ZEW veröffentlichte kürzlich die aktualisierte Liste zur Attraktivität von Wirtschaftsstandorten. Hier fällt Deutschland auf Platz 18 von 21 Industrienationen zurück. Es scheint, als müsse Deutschland mit massiven Investitionen, wie zuletzt beim neuen Intel-Werk (10 Mrd. EUR) in Magdeburg, in einen internationalen Bieterkampf einsteigen, um globale Unternehmen anzulocken. Nach einem schwachen Jahr 2023 gehen die Marktteilnehmer im Jahr 2024 allerdings wieder von einem positiven Wachstum aus.

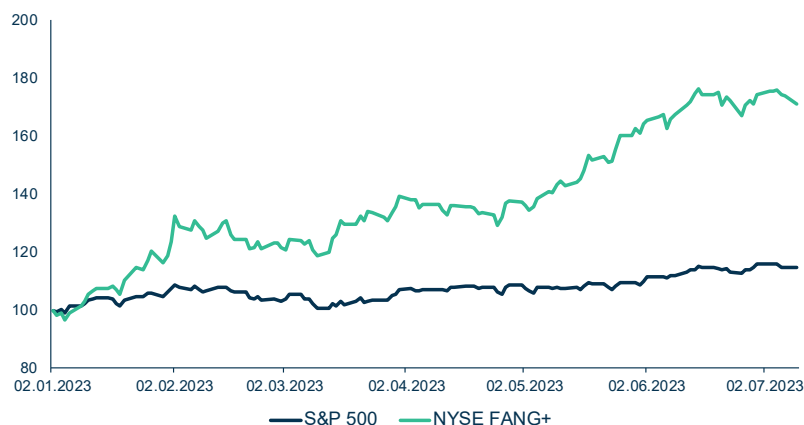
Die ansonsten robuste Weltwirtschaft und die stabilen Arbeitsmärkte diesseits und jenseits des Atlantiks führen zu dem derzeit häufig zitierten Phänomen der „Fear of missing out“, kurz „FOMO“. Dahinter zu verstehen ist die Angst, etwas zu verpassen oder an einem besonderen Ereignis nicht zu partizipieren. Im Kapitalmarktumfeld führt dies in der Regel dazu, dass die Zuflüsse trotz hoher Bewertungen weiter anhalten und damit die Rally weiter unterstützen. Dies war im Juni vor allem im Retailsegment zu beobachten, in welchem die Inflows in die großen Tech-Werte deutlich anzogen. US-ETFs erlebten den größten monatlichen Zufluss seit Oktober 2022. Die „AI-Mania“, welche durch den Einsatz von künstlicher Intelligenz einen deutlichen Anstieg der Unternehmensproduktivität erwarten lässt, hat ihr Übriges dazu beigetragen. Dies führte mit einem Plus von ca. 39,0% zur besten ersten Jahreshälfte für amerikanische Technologiewerte seit Beginn der Datenerhebung im Jahr 1985. Diese Bewegung ist zum größten Teil auf bekannte Namen wie Apple (+49,3%), Microsoft (42,0%), Alphabet (35,7%), Amazon (55,2%), Tesla (112,5%), Meta (138,5%) und Nvidia (189,5%) zurückzuführen. Alleine im Juni konnten der Index der Technologiewerte um 6,49% und der breite amerikanische Aktienmarkt um 6,47% ansteigen. Von einem Liquiditätsentzug durch das Wiederauffüllen des US-Treasury Accounts (im Rahmen der Erhöhung der US-Schuldenobergrenze) ist bisher noch nichts spürbar und die zuletzt rückläufigen Inflationszahlen unterstützten die Aktienmärkte gegen Ende des Monats.

Abbildung 1 – Performance IC Asset Klassen im Juni 2023



Quelle: Bloomberg; Aktienperformance in EUR / Rentenperformance EUR hedged

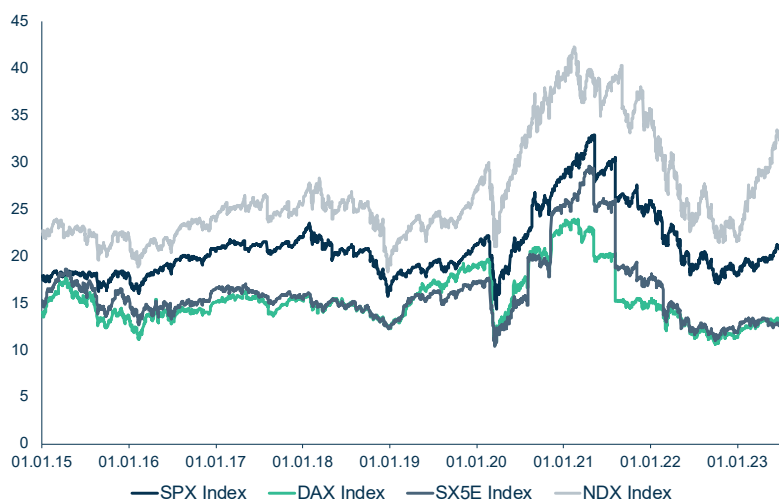
Abbildung 2 – S&P 500 vs. NYSE FANG+



Quelle: Bloomberg

Die europäischen Aktienmärkte folgten den USA, auch wenn sie im Juni nicht ganz mithalten konnten. Der Dax erreichte im Juni ein neues Allzeithoch bei 16.422 Punkten und stand zum Monatsende mit einem Plus von 3,09% höher. Der breite europäische Markt entwickelte sich im Juni erneut besser und schloss 4,29% höher. Bis auf Real Estate, Basic Ressources sowie Oil & Gas haben sich alle Segmente seit Jahresanfang positiv entwickelt. Im internationalen Vergleich erscheinen europäische Aktien weiterhin etwas günstiger bewertet. Mit Blick auf Asien fällt die positive Entwicklung des japanischen Aktienmarktes auf. Der dort ansässige Aktienmarkt konnte zwar sein All-time-High aus 1990 noch nicht zurückerobern, notierte aber zwischenzeitlich auf einem 33-Jahreshoch. Alleine im Juni konnte der Markt um 7,45% zulegen. Die Bewertung ist durch diese Bewegung natürlich angestiegen, befindet sich aber noch unter dem Niveau des amerikanischen Pendantes. Unterstützt wurde die japanische Rally von einer sich weiter abschwächenden Währung und einer Geldpolitik, welche trotz minimaler Anpassungen der Zentralbank weiterhin locker bleibt. China hingegen überzeugte im laufenden Jahr nicht wirklich. Die geldpolitischen Stimuli bleiben hinter den Erwartungen der Marktteilnehmer zurück und das Konsumwachstum ist quasi zum Erliegen gekommen. Dennoch konnte der chinesische Markt im Juni um 1,16% ansteigen. Mit einer Investition im technologielastigen Index in Hong Kong konnte ein Plus von 3,74% erzielt werden.

Abbildung 3 – Kurs-Gewinn-Verhältnis verschiedener Aktienindizes

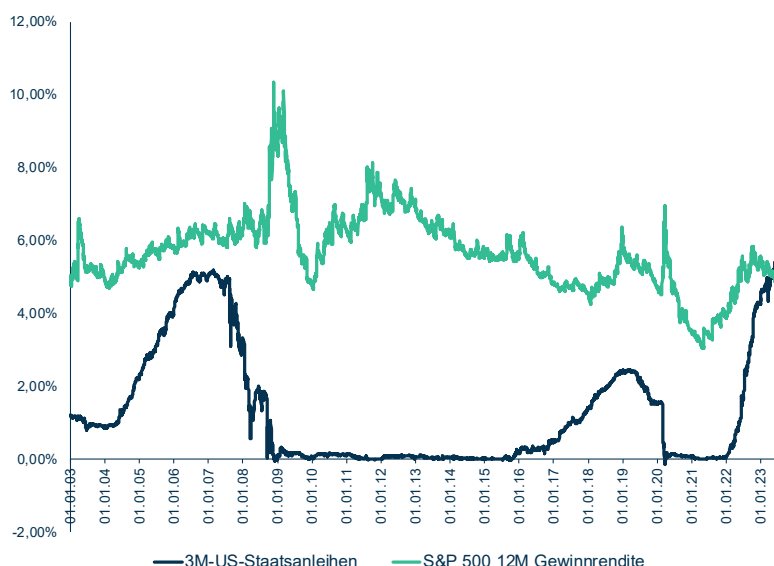


Quelle: Bloomberg

Zum ersten Mal seit Dekaden notiert die Rendite kurzlaufender US-Staatsanleihen über der erwarteten 12-Monats-Gewinnrendite des breiten amerikanischen Aktienmarkts. Wer auf diesen Niveaus Aktien kauft, erwartet, dass das zukünftige Wachstum der Unternehmensgewinne eine Risikoprämie von quasi 0% rechtfertigt. Dies kann bspw. durch die bereits erwähnte „AI-Mania“ gerechtfertigt sein, die zu einer massiven Ausweitung der Produktivität der Unternehmen führen kann. Trotz positiver AI-Phantasie scheint der Druck auf die Erträge der Unternehmen zu steigen, wie der 12-Monats-EPS-Surprise-Index zeigt. Dieser Indikator ist stark mit dem ISM Index korreliert, welcher zuletzt wieder hinter den Erwartungen zurückblieb und mit einem Wert von 46 im kontraktiven Bereich verweilt.

Die Aktienvolatilitäten bleiben weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau bei Werten von teilweise unter 14% in den USA und Europa. Auf diesen Niveaus bietet es sich an, Prämien auszugeben und Upside- oder Downsiderisiken abzusichern. Die Volatilitäts-Skew ist zuletzt deutlich angestiegen, was dazu führt, dass die Absicherung gegen Kursrückgänge, bspw. durch den Kauf von Put Optionen, teurer wird. Dies könnte ein erster Indikator dafür sein, dass sich die Marktteilnehmer zunehmend mit Abwärtsrisiken auseinandersetzen.

Abbildung 4 – Rendite 3M-US-Staatsanleihen vs. S&P 500 12M Gewinnrendite

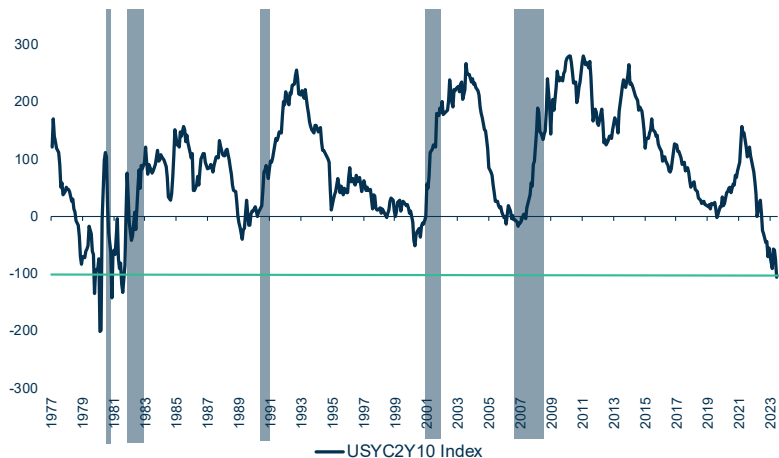


Quelle: Bloomberg

Neben den turnusmäßigen Notenbanksitzungen zog vor allem das EZB-Geldpolitikforum im portugiesischen Sintra die Aufmerksamkeit der Kapitalmarktteilnehmer auf sich. Die Chefs der großen Notenbanken aus Europa, USA, Großbritannien und Japan kamen zusammen und diskutierten über die hartnäckige Kerninflation in den unterschiedlichen Währungsräumen, wie man sie weiter bekämpft und ob dabei eine Rezession vermieden werden kann. Der Tenor war deutlich und alle Notenbanken sprachen sich dafür aus, den aktuellen Kurs beizubehalten und die Zinsen längere Zeit auf einem ausreichend restriktiven Niveau halten zu wollen. Die Gefahr einer Rezession wird gesehen, aber im Zuge des robusten Arbeitsmarktes als gering eingeschätzt. Eine Erhöhung des Inflationsziels wurde als nicht zielführend betrachtet und stellt keine Option dar. Zuvor hat die EZB den Einlagen- und Refinanzierungszins auf 3,5% bzw. 4,0% angehoben und damit den Zinserhöhungspfad wie erwartet weiterverfolgt. Derzeit

weist der Zinsmarkt ein Niveau von 3,9% zum Ende des Jahres ein. Zuletzt waren unterschiedliche Inflationssignale zu vernehmen. Während die deutschen Verbraucherpreise noch um 6,4% zulegten, fiel die Teuerungsrate in Spanien bereits unter das 2%-Ziel der EZB. Spanien galt zuletzt als Vorlaufindikator für die Eurozone. Die Bundrenditen stiegen im Monatsverlauf von 2,3% auf 2,4% an und die Zinskurve invertierte weiter um -35bp auf -80bp (Differenz zwischen zwei und zehn Jahren). Die Fed hingegen hat die Leitzinsen nach zehn aufeinander folgenden Erhöhungen im letzten Treffen unverändert belassen und damit eine hawkische Pause eingeleitet. Ziel sei es, die Wirkungsweise der bisherigen Maßnahmen neu zu bewerten, um einen Policy Error und somit eine Rezession, bedingt durch ein zu starkes Anheben der Leitzinsen, zu vermeiden. Die Dot-Plots, sprich die grafische Aufbereitung des von den Notenbankern erwarteten Leitzinsniveaus, sprechen für weitere Zinserhöhungen im laufenden Jahr. Zugegebenermaßen waren die Dot-Plots in der Vergangenheit jedoch kein verlässlicher Indikator, sondern spiegelten eher eine Momentaufnahme wider. Verbunden mit der in Sintra bestätigten hawkischen Rhetorik preisen die Märkte zum Ende des Jahres ein deutlich höheres Geldmarkt-Niveau von ca. 5,4% ein. Die 10-jährigen US-Treasuries legten in der Folge um 0,2% in der Rendite auf 3,84% zu. Auch in den USA verflachte sich (bzw. invertierte) die Kurve weiter und notiert derzeit zwischen zwei und zehn Jahren bei -106bp. In Großbritannien überraschte die Notenbank mit einem deutlichen Zinsschritt von 0,5% und reagierte damit auf die weiter ausufernde Inflation, die innerhalb der G7-Staaten am höchsten ist. Dies führte zuletzt zu massiven Zinsanstiegen, welche die zweijährigen UK-Renditen von 4,3% auf 5,3% und die 10-jährigen Renditen von 4,1% auf 4,4% nach oben brachten.

Abbildung 5 - 2Y / 10Y US-Zinskurve als Indikator für eine drohende Rezession



Quelle / Beschreibung: Bloomberg; Die grüne Linie bezieht sich auf das aktuelle Niveau; Die grauen Rechtecke stehen für die vergangenen Rezessionszeiträume

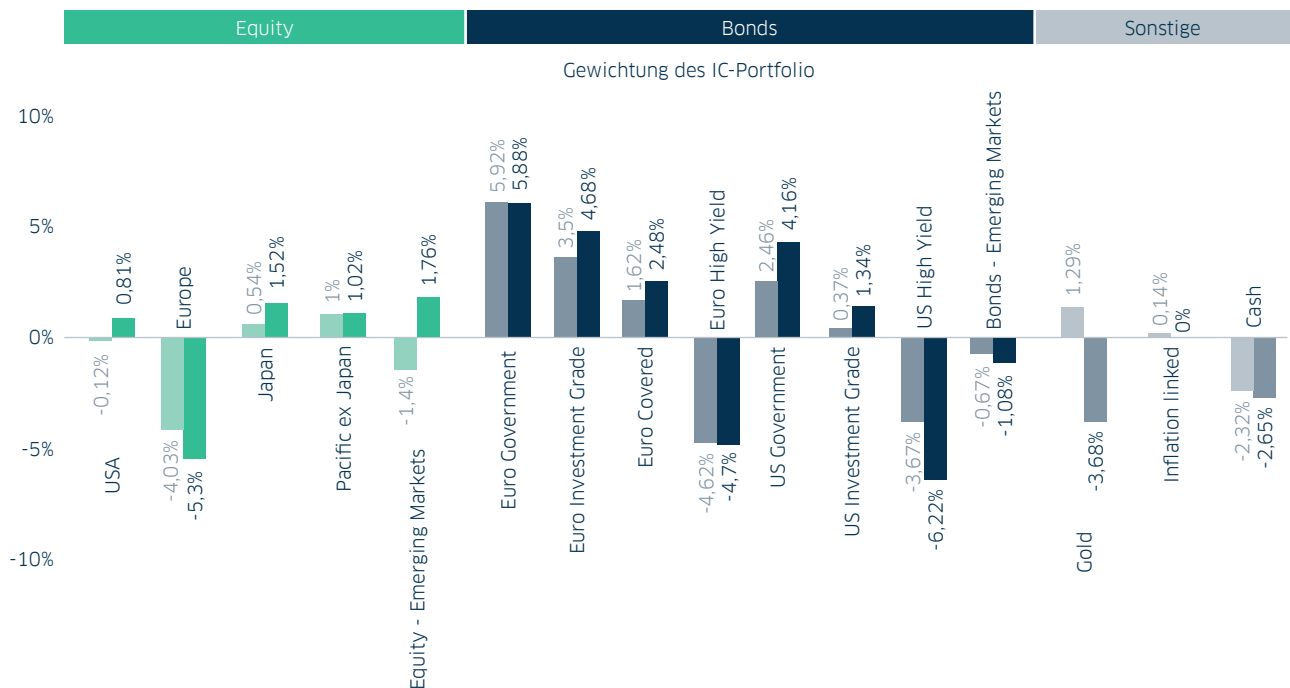
Zwischen ausgewählten Unternehmensanleihen und Pfandbriefen (Covered Bonds) zeigt sich derzeit aus unserer Sicht ein Misspricing bzgl. des Chance-Risiko-Profiles. Dies führt dazu, dass internationale AAA-Covereds mit einem höheren Spread erworben werden können als so manche Investment Grade (IG) Unternehmensanleihen. Hier ergibt sich die Opportunität, das Kreditrisiko im Portfolio zu reduzieren, ohne dabei laufende Verzinsung aufzugeben. Vor allem Covereds in Australien und Kanada bieten interessante Spreadaufschläge, solange kein systemisches Problem im jeweiligen Immobiliensektor auftritt.

Das „Higher for longer“-Narrativ lässt die erwartete Zinsdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum kleiner werden. Dies führt dazu, dass die Marktteilnehmer die ersten Zinssenkungen der Fed weiter in die Zukunft verschieben. Im Zuge dessen gab der US-Dollar zum Euro von 1,0689 auf 1,0909 im Monatsverlauf nach. Das Niveau um 1,10 EUR/USD war in diesem Jahr stets ein interessanter Einstiegspunkt und wurde nur kurzzeitig nach oben durchbrochen. Gold gab im Zuge steigender Realrenditen und dem positiven Umfeld im Juni etwas nach und verlor 2,21% an Wert. Zum Monatsende notierte eine Goldunze bei 1.919,35 USD. Brent Oil konnte seit langem wieder einen positiven Monat verzeichnen und legte von 68,09 USD auf 70,64 USD zu, was einem Plus von 3,75% entsprach. Die allgemeine Schwäche von Rohöl resultiert in diesem Jahr vor allem aus der enttäuschenden Entwicklung in China, die normalerweise ein großer Importeur von Öl sind.

Positionierung

Das Portfolio des LBBW AM Investment Committees bleibt insgesamt bei seiner vorsichtigen Positionierung. Aktienrisiken werden über die Regionen hinweg in Summe leicht untergewichtet. Die Saisonalität am Aktienmarkt spricht bis September für eine leichte Abwärtsbewegung und die derzeitigen Bewertungen laden nicht zum großen Investieren ein. Auf der Style-Seite löst Value vermutlich Growth für die nächsten Monate ab. Die Märkte in den USA, Japan und Pazifik ex Japan werden gegen Europa bevorzugt und daher übergewichtet. Emerging Markets werden ebenfalls positiver beurteilt, nachdem China weitere Stimuli angekündigt hat, um die Wirtschaft anzustoßen. Japanische Aktien sind auf den derzeitigen Niveaus nicht mehr extrem günstig, bieten aber nach wie vor eine interessante Diversifikationsmöglichkeit. Auch die Währung hat sich in Crashphasen häufig gut entwickelt und sollte daher Teil eines internationalen Portfolios sein.

Abbildung 6 – Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Hellere Balken zeigen den Vormonat. Stand 30.06.2023

Auf den derzeitigen Niveaus erscheint es attraktiv, Duration in europäischen und US-amerikanischen Staatsanleihen aufzubauen. Die Marke von 2,5% von 10-jährigen Bundesanleihen hat sich zuletzt als harter Widerstand bestätigt. Der 5-Jahrespunkt auf der Zinskurve bleibt weiterhin zu teuer und sollte daher untergewichtet werden. Es bietet sich daher eher eine Barbell-Strategie an, bei welcher kurz in zwei Jahre (attraktive Verzinsung) und länger in zehn Jahre (Reduzierung des Wiederanlagerisikos) investiert wird. Im Markt für Unternehmensanleihen bleibt das Argument einer interessanten Verzinsung weiter valide. Die Renditen von Investment Grade Anleihen notieren eine Standardabweichung über den langjährigen Mittelwerten bei ca. 4,4%. Die Breakeven-Cushion, sprich der Puffer, der gegen das Risiko von weiteren Zinsanstiegen schützen soll, liegt im IG-Segment weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. In Verbindung mit der erhöhten Gesamtrendite wird dieses Segment übergewichtet. Aufgrund des nach wie vor leicht erhöhten Asset-Swap-Spreads bleiben Pfandbriefe eine interessante Anlageklasse - vor allem im relativen Vergleich zu Unternehmensanleihen im oberen IG-Segment, welche teilweise sogar niedriger rentieren. Hochzins-Anleihen werden aufgrund ihrer zuletzt starken Entwicklung und im Hinblick auf weiter steigende Ausfallraten untergewichtet. Es bietet sich der Tausch in Staatsanleihen oder gut eingestuftes Unternehmensanleihen an. Gold wird im derzeitigen Umfeld taktisch untergewichtet. Die Gründe hierfür haben wir zum Teil bereits beschrieben (Realrendite, allgemeines Zinsniveau), liegen zum anderen Teil aber auch in der Erwartung einer geringeren physischen Nachfrage aus China und Indien aufgrund von verminderten Ernteerträgen (weil weniger Gewinne anfallen, die historisch in Gold angelegt wurden).

Taktisch präparieren wir uns also für das kommende Sommerloch und sehen die Chancen niedriger als die nach wie vor vorhandenen konjunkturellen wie geopolitischen Risiken.

Mit freundlichen Grüßen
Geschäftsführung LBBW Asset Management

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
Daniel Kutschker, CEFA
Sven Engelhardt, CIAA, CEFA
Qingzi Guo

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**Taktischer_CIO_View@
lbbw.de**

Redaktionsschluss:

10.07.2023