



LBBW

Bereit für Neues

Taktischer CIO View

Investmentstrategie für August

Die Geschäftsführung
LBBW Asset Management

03. August 2023 | Ausgabe 8 /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



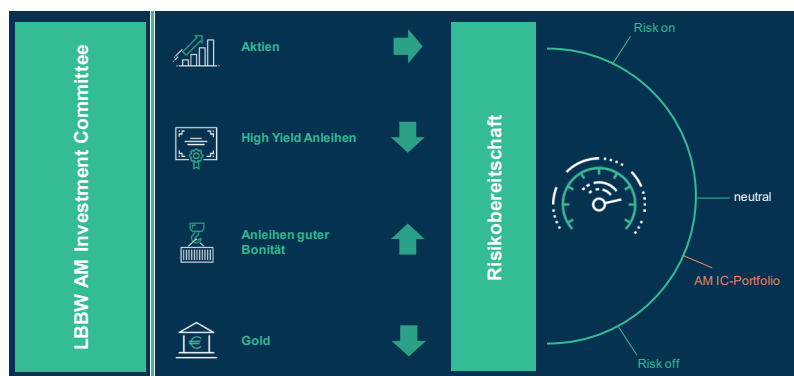
Positionierung für den August

Das Portfolio des LBBW AM Investment Committees hält weiter an einer insgesamt defensiveren Ausrichtung über die Sommermonate hinweg fest, weswegen keine Ausweitung in klassischen Risk Assets, wie Aktien und High Yield Anleihen, vorgenommen wird. Die absoluten Indexstände, aber auch die Bewertungen sprechen weder für eine substanzielle Erhöhung der Aktienquote, noch des Gesamtrisikos im Portfolio. Innerhalb der Risk Assets bleiben die liquideren Aktien klar präferiert gegenüber den illiquideren High Yield Anleihen. Mit Blick auf die Anlageregionen werden europäische

Aktien deutlich untergewichtet, was nicht zuletzt an den niedriger als erwartet ausgefallenen Einkaufsmanagerindizes und der Schwäche der deutschen Wirtschaft als Zugpferd der Region liegt. Im Gegenzug werden vor allem amerikanische Aktien, aber auch Emerging Markets übergewichtet. Dies führt dazu, dass die Aktienallokation in Summe auf neutral bzw. auf ein marginales Übergewicht festgelegt wird.

Zinsrisiken sollten vor allem in Staatsanleihen, Pfandbriefen und hochwertigen Unternehmensanleihen eingegangen werden. In Summe erscheint das derzeitige Zinsniveau attraktiv, um die Duration des Portfolios zu verlängern. Gold könnte in den kommenden Monaten zur Schwäche neigen, da es an fundamentalen Treibern fehlt, weshalb die Quoten taktisch reduziert werden.

In Summe handelt es sich bei dem August-Portfolio erneut um ein Risk-Off Portfolio, welches gewinnen sollte, wenn die Aktienmärkte volatiliter werden und im Zuge dessen die Anleihen profitieren. Bis dahin wird der Investor für das Warten mit einer ansehnlichen Rendite auf dem Rentenbestand entschädigt.



Der Monat Juli im Rückspiegel

Mit welchen Aussichten geht die Weltwirtschaft in das 2. Halbjahr 2023? Die Narrative änderten sich zuletzt regelmäßig. Von einem Hard Landing, über ein Soft Landing, zum No Landing wurden verschiedene Pfade für die Weltkonjunktur vorgezeichnet. Die für das erste Halbjahr erwartete, breite Rezession trat nicht im erwarteten Ausmaß ein und wurde vorerst auf das kommende Jahr verschoben. Derweil scheint es in den USA sogar möglich, die Inflation einzufangen, ohne die Wirtschaft dabei abzuwürgen und das Pulver für zukünftige Zinssenkungen trocken zu halten. Dies würde einem „Goldilocks-Szenario“ entsprechen, welches ein positives Wachstum mit einer geringer werdenden Inflation bei einem gleichzeitig starken Arbeitsmarkt verbindet. Kurz: Die Beste aller Welten. Auch Jerome Powell zeigte sich zuletzt zuversichtlicher, die Inflation ohne allzu große Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt und die US-Wirtschaft in den Griff bekommen zu können und passte die Aussagen zu den Konjunkturaussichten dementsprechend an. Fiskalische Konjunkturprogramme, wie das Chipgesetz, sowie der Inflation Reduction Act (massives US-Konjunkturprogramm) wirken nach wie vor unterstützend. Zudem zeigt sich der Retail-Konsum, der Grundpfeiler der US-Wirtschaft, weiter sehr resilient. Powell betonte in seiner Pressekonferenz jedoch auch, dass es bis zum September-Meeting noch zwei Veröffentlichungen zum Arbeitsmarkt und zur Inflation geben wird und die Fed auf diesen Daten ihre zukünftige Entscheidung aufbaut. Zudem wird nicht erwartet, dass das Inflationsziel von 2% vor

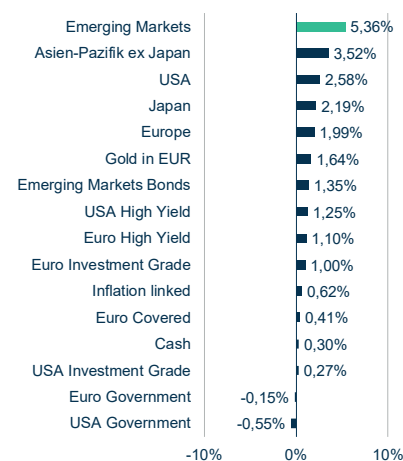
dem Jahr 2025 erreicht wird, welches Zinssenkungen weiter in die Zukunft verlagern sollte. Den Aussagen voraus ging eine erwartete Zinserhöhung von 25bp, welche den US-Leitzins nach einer Pause im Juni nun mit dem 11. Zinsschritt auf ein Niveau von 5,25 - 5,50% erhöhte und damit das restriktivste Niveau seit 2002 markiert. Somit liegen die Fed Funds nun sowohl über der Gesamtinflationsrate als auch über dem PCE-Index (Personal Consumption Expenditure), der bevorzugten Messgröße für die US-Inflation der Fed. Ein Großteil der Marktteilnehmer geht davon aus, dass dies die letzte Anhebung in diesem Zinszyklus war und die Fed nun abwarten wird, wie sich die finanziellen Konditionen am Markt auf die Konjunktur auswirken werden. Derzeit wird mit einer Wahrscheinlichkeit von lediglich 20% ein weiterer Zinsschritt im September-Meeting erwartet.

Auf Seiten der EZB hält die Zentralbank vorerst an ihrer datenabhängigen Drei-Säulen-Strategie, bestehend aus Wirtschaftsindikatoren, Inflationsdynamik und der Wirkung der geldpolitischen Instrumente, fest. Der Zinsschritt von 25bp war mehrheitlich erwartet worden und sorgte für wenig Überraschung. Allerdings wurden die Aussagen von Christine Lagarde summa summarum eher taubenhaft aufgenommen. Die EZB nimmt die abkühlende Konjunktur in Europa demnach als Risiko wahr. So hält sich der EZB-Rat alle Optionen für das September-Meeting offen. Auch eine Zinspause, wie sie die Fed im Juni eingelegt hatte, ist derzeit nicht auszuschließen und würde ein taubenhaftes Zeichen an den Markt senden.

Belastend für Bankaktien wirkte die Maßnahme der EZB, dass zukünftig keine Verzinsung mehr auf die Mindestreserve gezahlt wird, was die europäischen Banken schätzungsweise 6 Mrd. EUR kosten wird. Dementsprechend reagierten diese Aktien im Zuge der EZB-Presskonferenz.

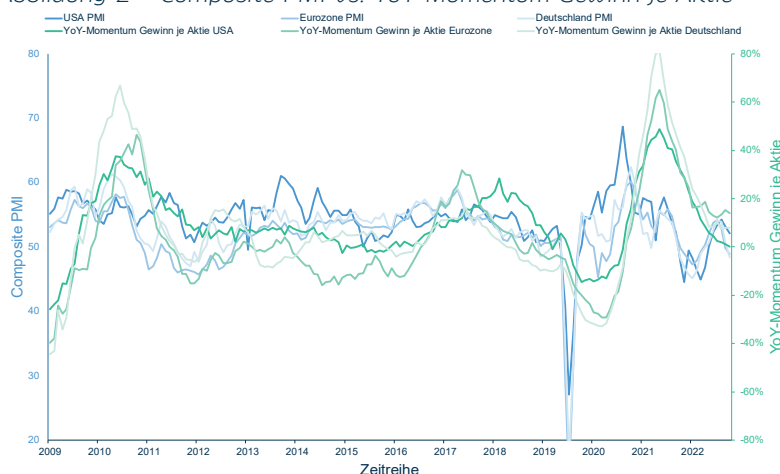
In Summe trüben sich die europäischen Konjunkturaussichten weiter ein. Neben einem rückläufigen Ifo-Geschäftsklimaindex gaben auch die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) im Juli nach. Der deutsche Composite PMI fiel auf ein 8-Monats-Tief und notiert unter der 50-Punktmarke bei 48,3. Die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe gab noch deutlicher nach und notiert bei 38,8, was einem 38-Monats-Tief entspricht. Zur historischen Einordnung muss auf der Zeitschiene weit zurückgegangen werden. Solch tiefe Werte gab es außerhalb der Pandemie zuletzt nach der Pleite von Lehmann Brothers. Das Bild bestätigte sich im restlichen Europa, während in den USA die Zahlen zwar auch schwächer kamen, jedoch noch im expansiven Bereich verweilen. Dennoch fiel der US Composite Index auf ein 5-Monats-Tief bei 52.

Abbildung 1 - Performance IC Asset Klassen im Juli 2023



Quelle: Bloomberg; Aktienperformance in EUR / Rentenperformance EUR hedged

Abbildung 2 - Composite PMI vs. YoY-Momentum Gewinn je Aktie



Quelle: Bloomberg; Datastream; I/B/ES; JPM Research

Am Aktienmarkt ist die Berichtssaison für das zweite Quartal in vollem Gange. Per Ende Juli hat ca. die Hälfte der großen US-Unternehmen ihr Q2-Ergebnis vorgestellt. Knapp 60% der Unternehmen konnten auf der Umsatzseite überraschen, während sogar knapp 80% die Gewinnerwartungen übertrafen. Dies liegt nicht zuletzt an den im Vorfeld reduzierten Erwartungen der Analysten. In Europa konnten lediglich etwas mehr als die Hälfte der Unternehmen auf Seiten des Umsatzes und beim Gewinn überraschen.

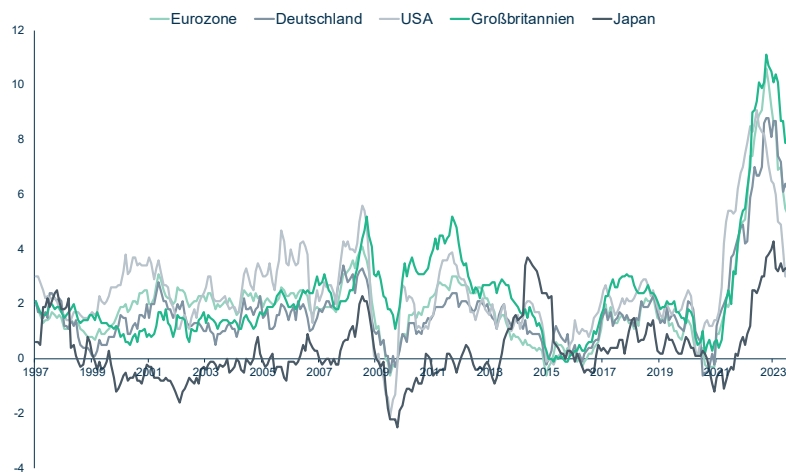
Mit Blick auf die monatliche Performance konnten die US-Techwerte weiter profitieren und stiegen um 3,81% an, während der breite US-Markt um 3,11% zulegen konnte. Damit geht der dritte Monat zu Ende, in dem US-Aktien relativ zu Europa besser abschnitten. Der Dax konnte lediglich 1,85% hinzugewinnen, markierte jedoch ein neues Allzeithoch, während der breite europäische Markt um 2,04% anstieg. Mit Blick auf Asien stagnierte der Nikkei und verlor -0,05%. In China ging es hingegen aufgrund der erneuten Ankündigung von wirtschaftlicher Unterstützung um 4,48% und in Hong Kong um 6,15% nach oben. Allen voran konnten Immobilienwerte in China deutlich hinzugewinnen. Allerdings liegt der Sektor auf Jahressicht noch immer zweistellig im negativen Bereich.

In den USA verharrt die implizite Volatilität weiter auf niedrigen Niveaus bei ca. 13,5%, während die realisierte Volatilität nahe den temporären Tiefs bei ca. 9,5% notiert. In Europa zeigt sich ein ähnliches Bild, wobei die realisierte Volatilität hier bei ca. 14,5% notiert und damit näher an der impliziten Volatilität von ca. 15,0% liegt. Selten war es so günstig sich gegen einen Kursrückgang im US-Aktienmarkt auf ein Jahr abzusichern wie heute. Allerdings verfügen auch die Volatilitätsindizes über eine Art Saisonalität. Hier markiert der Juli in der Regel den Tiefpunkt, um daraufhin bis in den Oktober hinein anzusteigen.

Für Bewegungen am Zinsmarkt sorgt weiterhin die Entwicklung der Inflation. Während die Raten auf dem europäischen Festland bereits rückläufig waren, verharrten diese im Vereinigten Königreich deutlich höher und hartnäckiger. Im Juli gab es jedoch ein erstes positives Signal von der britischen Teuerungsrate. Die Inflation ging von 8,7% auf 7,9% zurück und sank damit stärker als die vom Markt erwarteten 8,2%. Vor allem die niedrigeren Energiepreise führten zu einer schwächeren Gesamtinflation.

Nichtsdestotrotz liegt die Rate weit über dem Notenbankziel von 2,0%, was die Renditen von britischen Staatsanleihen nach oben getrieben hat. Dies führte zu einem Spread zur deutschen Staatsanleihe von ca. 2% für eine Laufzeit von 10 Jahren und damit zur größten Differenz seit Beginn der 90er Jahre. Zudem bleibt die Kernrate mit 6,9% nahe den historischen Hochs und hält somit den Druck auf die BoE aufrecht. Der Geldmarkt preist derzeit einen Leitzins von 5,8% zum Jahresende ein. In Kontinentaleuropa sind die Inflationsraten weiter im Rückwärtsgang. Nach einem Anstieg von 6,4% YoY im Juni, sank die deutsche Inflation im Juli auf 6,2%. MoM stieg die Teuerungsrate zum wiederholten Male um 0,3% an. Im Euroraum stieg erstmal seit 2021 die Kerninflation über die Gesamtinflation an.

Abbildung 3 – Verbraucherpreisindex YoY verschiedener Regionen in %



Quelle: Bloomberg

In Summe stand der Monat Juli daher im Zeichen steigender Zinsen. Die 10-Jahresrenditen in den USA befinden sich mit 3,96% wieder am oberen Ende des Seitwärtstrends, welcher seit Q3 2022 Bestand hat. Die Zinskurve zwischen zwei und zehn Jahren ist weiterhin invers mit ca. -90bp, nachdem sie mit -108bp zu Beginn des Monats Juli ein temporäres Tief erreicht hatte. Somit ist beinahe die vollständige US-Zinskurve invertiert. Eine ähnliche Entwicklung konnte auch in Europa beobachtet werden: Die deutschen Renditen stiegen von 2,39% auf 2,49% an. Italienische Zinsen hielten sich etwas besser und stiegen im Monatsverlauf lediglich von 4,07% auf 4,10% an. Vor dem Hintergrund der Wahlen in Spanien mussten Bonos (spanische Staatsanleihen) eine leichte Underperformance hinnehmen und stiegen um 13bp auf 3,51% an.

Die Bank of Japan hat gegen die Erwartungen das Renditeband für die Kontrolle der Renditekurve im 10-Jahresbereich implizit angepasst. Die Renditen können nun bis zu einem Wert von 1,00% schwanken, was die Anleihen wieder etwas volatil macht. Die bisherige Obergrenze lag bei 0,50%. Dies hatte direkte Auswirkungen auf den Yen, welcher zum Euro kurzzeitig stark aufwerten konnte. Die 10-Jahres Zinsen für japanische Staatsanleihen stiegen direkt nach der Bekanntgabe von 0,44% auf 0,59% an und damit auf einen Stand, der seit 2014 nicht mehr erreicht wurde. Die japanische Zentralbank reagiert mit dieser Maßnahme auf die aktuellen Inflationsdaten im Land. Zum ersten Mal seit 2015 liegt die japanische Inflation über der Rate der USA.

Brent Öl hat den seit Anfang Mai vorherrschenden Seitwärtstrend nach oben verlassen und konnte im Monatsverlauf um 15,80% zulegen. Somit ließ Brent Öl auch die 200-Tageslinie hinter sich und notiert bei 81,80 USD.

Der Euro konnte zum Dollar zum Monatsende leicht auf 1,0997 und damit um 0,81% aufwerten. Zwischenzeitlich war sogar ein Stand von 1,1240 erreicht worden. Im Zuge der eher taubenhaften EZB-Sitzung gab der Euro diese Gewinne aber teilweise wieder ab. Gold konnte im abgelaufenen Monat um 2,38% ansteigen. Das weitere Potenzial erscheint ab hier jedoch begrenzt.

Die Positionierung im Detail

Die Aktienmärkte legten eine beeindruckende Rally aufs Parkett und zeigen sich trotz hoher Zinsen und Konjunktursorgen widerstands-

fähig. Ein Jahr nach dem Einstieg in den schnellsten und stärksten Zinsanhebungszyklus der Fed und einem Krieg in Europa notieren die US-Standardwerte nur wenige Prozentpunkte unter ihrem Allzeithoch, während die Arbeitslosenquote in den USA mit 3,6% nahe am Rekordtief verharrt.

Auf diesen Aktienindexständen bzw. Bewertungsniveaus bleibt das Portfolio der LBBW AM Committees vorsichtig investiert. Die deutlich negativen Indikatoren zum Zustand der europäischen Konjunktur führen dazu, dass europäische Aktien im Portfoliokontext deutlich untergewichtet und somit eher gemieden werden, während andere Regionen wie die USA, die Pazifikregion inkl. Japan und Emerging Markets Aktien bevorzugt werden. Mit Blick auf die historisch niedrige Risikoprämie von Aktien (Beispiel für die USA: 12-Monats-Gewinnwachstum der US-Werte ist derzeit niedriger als die Rendite von dreimonatig laufenden US-T-Bills) bleibt das Übergewicht in Aktien in Summe jedoch marginal. Defensive Low-Beta-Werte haben Aufholpotenzial zu den stark gestiegenen Wachstumswerten. Hier bietet es sich an, Gewinne mitzunehmen und sich über den Sommer hinweg defensiver zu positionieren. Aktien der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt, China, werden neutral bewertet. Das chinesische Politbüro hat mit weiteren Ankündigungen von Stimuli für die Wirtschaft auf sich aufmerksam gemacht. Nach dem Motto „Talk is cheap“ müssen nun Taten folgen und geldpolitische sowie fiskalpolitische Maßnahmen ergriffen werden. Insgesamt ist bis September bzw. Oktober von einer Seitwärtsbewegung an den Aktienmärkten auszugehen. Dies kann auf Grund der Saisonalität mit einer erhöhten Volatilität einhergehen. Amerikanische und japanische Aktien sind aber nicht nur unter relativen Aspekten interessant. Die jeweilige Währung erscheint auch unter Risikoaspekten vorteilhaft. Sowohl beim US-Dollar als auch beim japanischen Yen könnte die Währung gerade in volatileren Zeiten Aufwärtspotenzial mit sich bringen.

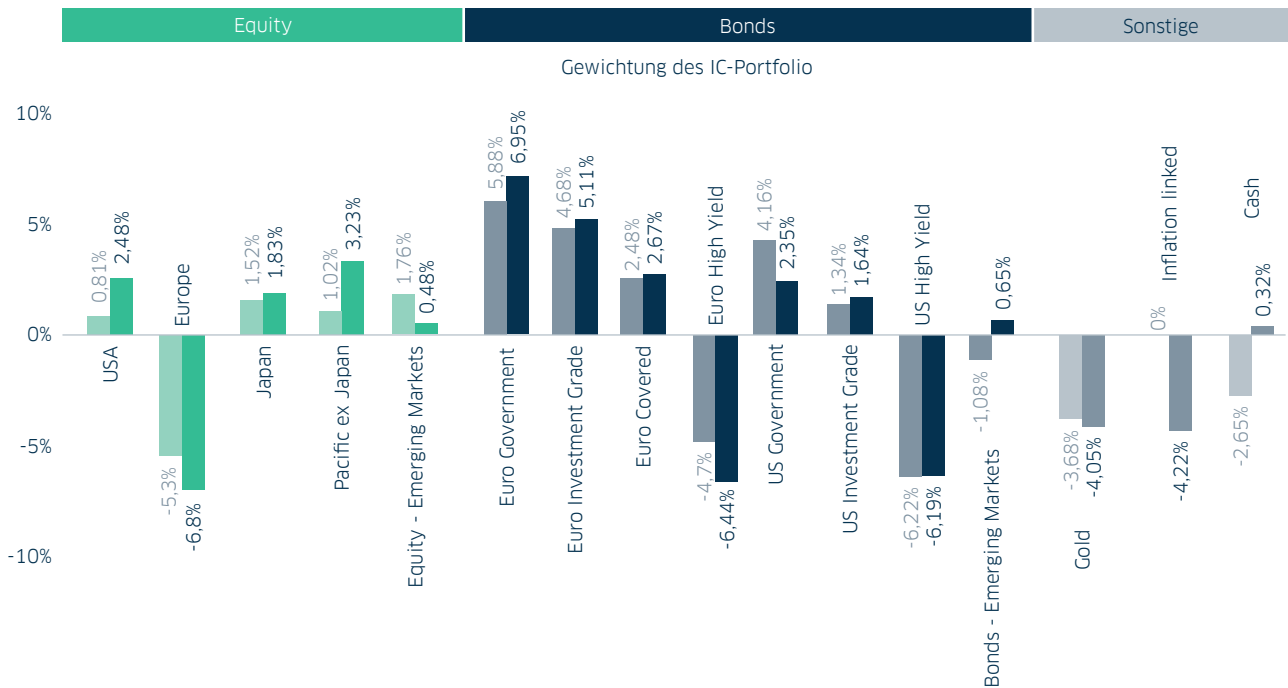
Nachdem der im letzten CIO View besprochene Widerstand von 2,55% bis 2,60% in Bundesanleihen erneut gehalten hat, empfiehlt es sich weiterhin in dieser Preisregion Duration aufzubauen. Dies kann über Käufe in europäischen oder amerikanischen Staatsanleihen umgesetzt werden. In Europa bietet sich derzeit ein Übergewicht von französischen Staatsanleihen gegenüber den deutschen Pendanten an, da diese im Vergleich zu Swaps höher rentierlich sind. Weiterhin attraktiv sind Anlagen in Pfandbriefe, die nach wie vor eine leicht überdurchschnittliche Rendite abwerfen und meist mit einem AAA-Rating versehen sind. Diese sind zwar nicht ganz so liquide wie Staatsanleihen, was jedoch durch den teilweise deutlichen Renditeaufschlag zu Bundesanleihen kompensiert wird. Als Ergänzung und Renditebringer fungieren hochwertige Investmentgrade-Unternehmensanleihen von soliden Unternehmen. Sofern man bei den Corporates ein Übergewicht in zyklischen Sektoren hat, bietet es sich auf den aktuellen Spreadlevels an, diese abzubauen. V.a. aber High Yield Anleihen sollten sowohl innerhalb des Rentensegmentes als auch im Gesamtportfoliokontext deutlich untergewichtet bzw. reduziert werden. Die Assetklasse erscheint v.a. im derzeitigen konjunkturellen Umfeld relativ teuer und birgt zudem das Risiko der Illiquidität in turbulenteren Zeiten. Der aktuelle Risikoaufschlag zu den guten IG-Unternehmensanleihen ist uns unter Chance-/Risikoaspekten daher zu gering. Anleger mit etwas mehr Risikoappetit können alternativ jedoch auf Hybrid-Anleihen von bilanzstarken Industrieunternehmen setzen. Der Spread zu klassischen Senioranleihen erscheint risikoadjustiert, da es sich um nachrangige Verbindlichkeiten handelt, nach wie vor attraktiv. Gold wird taktisch in den kommenden Wochen schwächer erwartet, da es derzeit an fundamentaler Unterstützung fehlt und die hohe laufende Verzinsung von Anleihen als Alternative bereit steht.

Ein Einstieg erscheint bei Niveaus im Bereich zwischen 1.800 und 1.900 USD wieder interessant, weshalb bestehende Quoten vorerst leicht reduziert werden können.

Die Aktienvolatilität ist weiterhin sehr günstig im Vergleich zur Zinsvolatilität. Somit kann weiterhin Prämie, in Form von Calls oder Puts, auf den Aktienmarkt ausgegeben werden. Put-Absicherungen auf US-Werte mit einer Laufzeit von einem Jahr beispielsweise waren selten so günstig wie heute. Refinanzieren könnte man die ausgegebene Prämie im Aktiensegment durch eine allgemein höhere Verzinsung auf dem Rentenbestand oder durch den Verkauf von Rentenvolatilität.

In Summe bleibt unser August-Portfolio ein Risk-Off Portfolio, welches gewinnen sollte, wenn die Aktienmärkte volatiler werden und im Zuge dessen die Anleihen profitieren. Bis dahin wird der Investor für das Warten mit einer ansehnlichen Rendite auf dem Rentenbestand entschädigt. Benjamin Franklins Sprichwort „Zeit ist Geld“ passt daher symptomatisch gut zur aktuellen Positionierung in unserem Portfolio, auch wenn er es im Kontext der Arbeit verwendet hat. Wir lassen die Zeit, also die attraktive laufende Rendite auf die Anleihen, für uns arbeiten, während wir die Risiken in anderen Assetklassen überschaubar halten wollen.

Abbildung 4 – Aktive Positionen



Quelle / Berechnung: Aktuelle Positionierung des IC-Portfolios, resultierend aus dem AWM Investment Committee. Hellere Balken zeigen den Vormonat. Stand 28.07.2023

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, CIIA, CEFA
Qingzi Guo

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**Taktischer_CIO_View@
lbbw.de**

Redaktionsschluss:

01.08.2023