



ODDO BHF

## MONTHLY *investment brief*

8. März 2023



Laurent Denize  
Global Co-CIO ODDO BHF

### *Bessere Aussichten für Rentiers*



“

*Wir reduzieren das Kreditrisiko nach einer beeindruckenden Einengung der Spreads. Andererseits verlängern wir im Einklang mit unserem aktuellen Anlageziel die Duration der Portfolios durch ein verstärktes Engagement in US-Staatsanleihen.*

”



Noch Ende 2022 hatten wir uns auf Nullwachstum oder sogar eine milde Rezession eingestellt. Stattdessen überraschte die Weltkonjunktur positiv. So sehr, dass die Sorge vor einem zu schwachen Wachstum in die Befürchtung eines zu hohen Wachstums umgeschlagen ist. Denn hierdurch könnten sich die Zentralbanken gezwungen sehen, die Zinsen stärker als erwartet anzuheben, um die Inflation unter Kontrolle zu bekommen.

Besonders deutlich ist diese Angst in den Vereinigten Staaten zu spüren. Der von der Fed bevorzugt herangezogene PCE-Deflator stieg im Januar um 0,6%, prognostiziert war lediglich ein Anstieg um 0,4%. Die Preiskomponente des ISM-Index für den verarbeitenden Sektor stieg von 44,5 im Vormonat auf 51,3.

Seit Anfang Februar wurde die Markterwartung bezüglich des Maximums der Federal Funds Rate um 60 Basispunkte auf 5,50% nach oben korrigiert, was einen Anstieg der Rendite der zehnjährigen Staatsanleihe um 67 Basispunkte von 3,40% auf 4,07% zur Folge hatte.

Wir hatten die Duration unserer Portfolios als Reaktion auf die Serie von Inflationsschocks in den letzten drei Jahren deutlich reduziert. Nun erscheint es uns angebracht, über eine Verlängerung der

Duration nachzudenken, insbesondere über eine potenzielle Neupositionierung in US-Staatsanleihen.

#### **Welche Beziehung besteht zwischen dem Zentralbankzins und der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen?**

Die Fed wird auf ihrer Sitzung gegen Ende März ihre aktuellen Wirtschafts- und Zinsprognosen vorlegen. Dann werden die Anleger sich sicherlich eine genauere Vorstellung vom künftigen Verlauf der Federal Funds Rate machen können. Dennoch bleibt eine große Unsicherheit, wie stark die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe ansteigen wird.

Während des Straffungszyklus 2004-2006 beispielsweise erreichte die Federal Funds Rate ihren Höhepunkt bei 5,25%, und die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe pendelte sich etwa auf demselben Höchststand ein. Aktuell steht die Fed kurz davor, die kurzfristigen Zinsen auf ein ähnliches Niveau anzuheben, zehnjährige US-Staatsanleihen rentieren jedoch deutlich niedriger.

Ausgehend vom Modell besteht der Hauptunterschied zwischen der Situation Mitte der 2000er Jahre und heute darin, dass das potenzielle BIP-Wachstum wesentlich geringer ist, was einen niedrigeren Gleichgewichtszins impliziert.



Unter der Annahme, dass Inflationserwartungen (2,5% gemäß Marktdaten zur Breakeven-Inflationsrate) und das potenzielle BIP-Wachstum (1,5%) konstant sind und dass die Federal Funds Rate auf 5,25% steigt, läge die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen gemäß Modell bei rund 4%.

Selbst wenn wir die erwartete Federal Funds Rate auf 6% hochsetzen, ergibt das Modell eine geschätzte Rendite von gerade einmal 4,25%. Die Sensitivität gegenüber kurzfristigen Zinsen nimmt naturgemäß mit steigenden Zinsen ab.

Anhand dieser Analyse wird deutlich, dass bei ansonsten gleichen Bedingungen jede Bewegung der Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe über 4% eine Kaufgelegenheit darstellt.

#### Wie steht es um die Inflations- und Wachstumsaussichten?

Unser Chefökonom erwartet für 2023 in den Vereinigten Staaten ein Wachstum in Höhe von 1,5%. Wir gehen keine aktive Inflationswette ein, sondern legen die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate zugrunde. Sollte die Inflation wieder deutlich ansteigen, müsste die Entscheidung, die Duration zu erhöhen, selbstverständlich noch einmal überdacht werden.

Andererseits kann das Risiko einer Rezession, wenngleich es für 2023 deutlich gesunken ist, für 2024 nicht ausgeschlossen werden. Das Risiko für das Wachstum tendiert folglich nach unten, was eine Neupositionierung in Anleihen umso attraktiver macht.

Außerdem sollten wir nicht vergessen, dass eine Rendite von 4% zu einem höheren Carry führt und es ermöglicht, den Kapitalverlust bei steigenden Zinsen teilweise oder sogar vollständig abzufedern. Solange die Zinsen nicht über 4,42% steigen, verliert man am 31. Dezember 2023 kein Geld – ein im aktuellen Umfeld durchaus zufriedenstellendes Ergebnis.

#### Wie sich in den jeweiligen Anlageklassen positionieren?

**Aktien:** Wir bleiben optimistisch, sind aber aufgrund der jüngsten Erholung etwas vorsichtiger und kehren zu einer neutralen oder sogar leicht untergewichteten Position zurück, insbesondere bei US-Aktien. Außerdem sollten wir nicht vergessen, dass die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung allmählich spürbar werden und das Wachstum und damit auch die Gewinnmargen belasten können. Wir sind gegenwärtig der Ansicht, dass die von US-Aktien gebotene Rendite von 5,4% (bei einem 12-Monats-Kurs-Gewinn-Verhältnis von

18,5x) keine Prämie gegenüber risikofreien Geldmarktanlagen bietet, die schon bald die gleichen Renditen abwerfen dürften.

In Europa stellen sich die Marktverhältnisse etwas anders dar. Der Eurostoxx 50 bietet eine Renditeerwartung von 8% und liegt damit deutlich über den Geldmarkt- und sogar Anleihezinsen, einschließlich Hochzinsanleihen, die bei knapp unter 6% rentieren. Unsere Empfehlung ist daher, Aktien aus der Eurozone überzugewichten und auch einen Blick auf angemessen bewertete Wachstumstitel zu werfen. Von einer Neupositionierung in Small Caps raten wir allerdings weiterhin ab. Auf regionaler Ebene schätzen wir außerhalb Europas die Aussichten chinesischer Festlandsaktien und japanischer Aktien weiter positiv ein.

**Anleihen:** Bei Unternehmensanleihen senken wir insgesamt die Duration der Portfolios und schichten in kurze Laufzeiten um. Dadurch reduzieren wir das Kreditrisiko nach einer beeindruckenden Einengung der Spreads. Andererseits verlängern wir im Einklang mit unserem aktuellen Anlageziel die Duration der Portfolios durch ein verstärktes Engagement in US-Staatsanleihen. Die Erhöhung der Duration eröffnet Gelegenheiten zur Diversifizierung sowie für Carry-Trades.

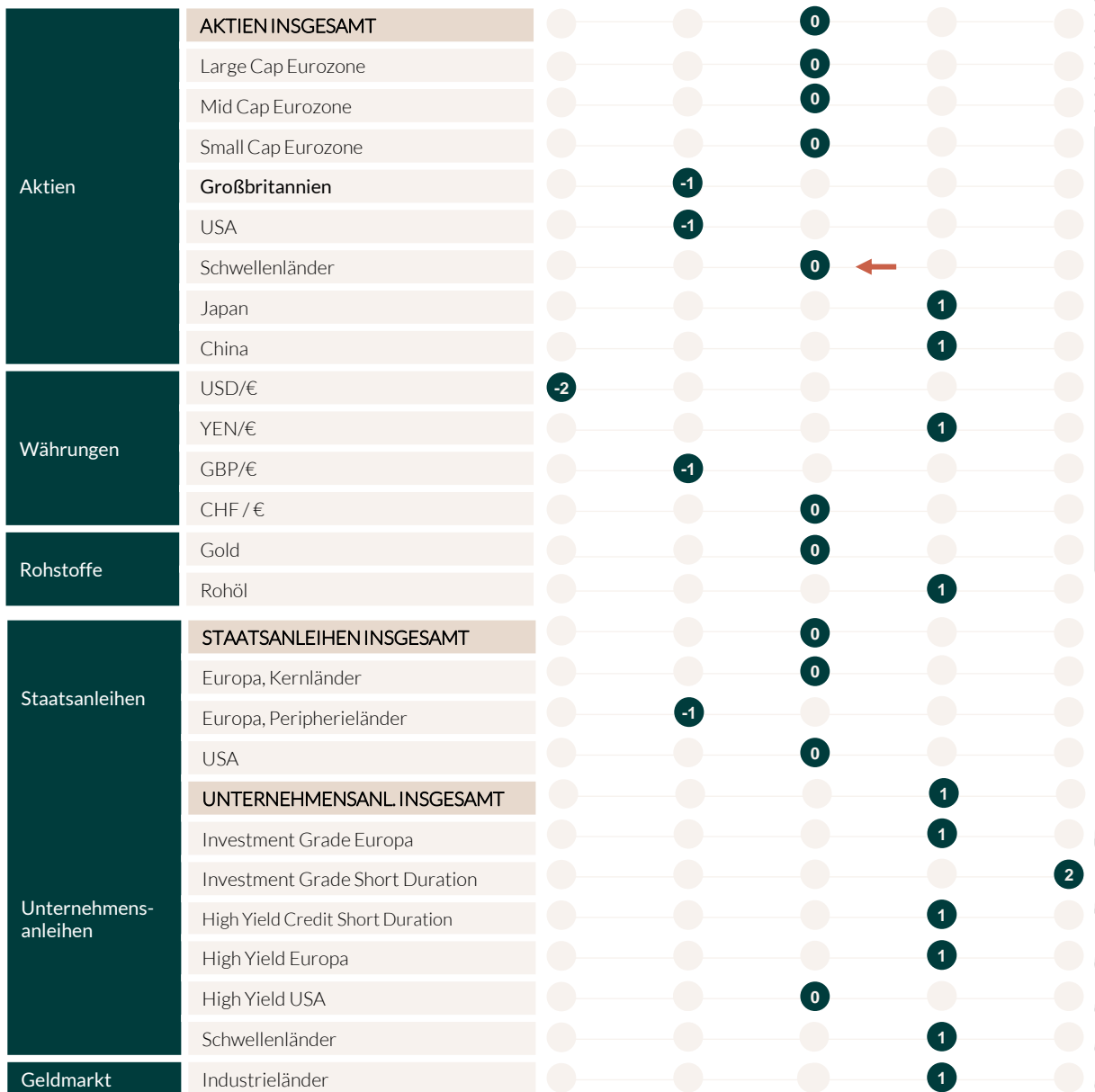
**Risikomanagement:** Wem diese Möglichkeit offensteht, kann auch mit dem Kauf von Put-Optionen auf Aktienindizes die Konvexität in den Portfolios erhöhen. Die Volatilität ist stark gesunken und mit nur wenigen Dutzend Basispunkten lässt sich ein Portfolio gegen eine mögliche Börsenkorrektur wirksam absichern. Umgekehrt wird man bei einer Fortsetzung der Hausse an den Aktienmärkten immer noch von einem Engagement profitieren.

**Zusammenfassend** lässt sich sagen, dass es an der Zeit ist, sich ein wenig defensiver aufzustellen und erneut auf Carry-Trades zu setzen. Das Zinsumfeld ändert sich so schnell und eröffnet damit Arbitragemöglichkeiten, um sehr breit gestreute, robuste Portfolios aufzubauen, die weitaus weniger Risiken bergen als in Nullzinsphasen. Damit bleibt das von Keynes vorhergesagte «Ende des Rentiers» erst einmal aus – endlich eine ausgesprochen gute Nachricht.

PRÄSENTATION LESEN



## UNSERE EINSCHÄTZUNG DER ANLAGEKLASSEN



Quelle: ODDO BHF AM, Stand: 01.03.2023



Änderung gegenüber letzter Sitzung  
des Global Investment Committee

### Wichtige Hinweise

ODDO BHF Asset Management ist die Vermögensverwaltungssparte der ODDO BHF-Gruppe. Es handelt sich hierbei um die gemeinsame Marke von vier eigenständigen juristischen Einheiten: ODDO BHF Asset Management SAS (Frankreich), ODDO BHF Asset Management GmbH (Deutschland), ODDO BHF Asset Management Lux (Luxembourg) und METROPOLE GESTION (Frankreich). Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen dienen lediglich zur Veranschaulichung. Sie spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern, eine Haftung hierfür wird nicht übernommen. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden. Sie unterliegt im Zeitverlauf Schwankungen. Es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben. Im Vorfeld einer Investition in diese Vermögensklassen sind die Anleger ausdrücklich angehalten, sich detailliert mit den Risiken der Anlage in diese Vermögensklassen, insbesondere des Kapitalverlustes, vertraut zu machen. Die Investition muss mit den Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der Risikobereitschaft des Anlegers in Bezug auf die Investition übereinstimmen.

### ODDO BHF Asset Management SAS (Frankreich)

Von der französischen Börsenaufsicht (Autorité des Marchés Financiers) unter der Nummer GP 99011 zugelassene Fondsverwaltungs-gesellschaft. Vereinfachte Aktiengesellschaft französischen Rechts (*société par actions simplifiée*) mit einem Kapital von 21.500.000 €. Eingetragen ins Pariser Handelsregister unter der Nummer 340 902 857. 12 boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09 Frankreich - Telefon: +33 1 44 51 85 00  
[am.oddo-bhf.com](http://am.oddo-bhf.com)