



# ODDO BHF

## MONTHLY *investment brief*

11. April 2023



Laurent Denize  
Global Co-CIO ODDO BHF

### *Noch kein eindeutiges Signal in Sicht*



“

*Die gute Nachricht ist, dass Sie in der derzeitigen Situation die Möglichkeit haben, Ihr Kapital zu mehren, indem Sie auf kurzlaufende Titel und den sich dort bietenden Carry setzen.*

”



Zwischen 2022 und 2023 stiegen die Geldmarktzinsen in den USA innerhalb weniger Monate rasant von 0% auf 5% an. Der Anleihemarkt hat jedoch nicht im gleichen Tempo nachgezogen. So liegen die 10-jährigen US-Zinsen bei rund 3,5% - ein Signal dafür, dass die Investoren eine Rezession erwarten. Aber kann man wirklich von einem Signal sprechen?

Diese Frage lässt sich nur beantworten, wenn man untersucht, welche Qualität die Signale der Zinsmärkte in der Vergangenheit hatten.

#### **Eignen sich Inflation und Zinsstrukturkurve noch als Signale zur Prognose der langfristigen Zinsentwicklung?**

##### **Das Inflationssignal**

Der jüngste Anstieg der Ölpreise nach Ankündigung von Produktionskürzungen seitens der OPEC+ zeigt, wie schwer sich die Anleihemärkte mit der Bewertung von Angebotsschocks tun. Er bestätigt die jüngsten Warnungen der Zentralbanken, die Inflation sei noch lange nicht unter Kontrolle. Die Break-even-Inflationserwartungen für die USA liegen im Durchschnitt bei unter 3% p.a. für das kommende Jahr, obwohl die Inflation in den letzten 12 Monaten mit 7,8% auf einem sehr hohen Niveau verharrte. Da die Zinserhöhungen der Zentral-

banken kaum Auswirkungen auf exogene Treiber der Inflation haben, erschwert das derzeitige Paradoxon aus fiskalischem Stimulus und geldpolitischer Straffung Ökonomen und Anlegern die Modellierung der weiteren Inflationsentwicklung, und zwar sowohl was ihren sogenannten vorübergehenden Charakter als auch was die Geschwindigkeit ihres Rückgangs betrifft. Gleichwohl bleibt die Inflation neben dem Wachstum einer der wichtigsten Parameter für die Prognose des langfristigen Zinsniveaus.

##### **Das Zinskurvensignal**

Auch andere ehemals verlässliche Anleihemarktsignale scheinen sich gewandelt zu haben. Inverse Renditekurven und Swap-Kontrakte, die Ende Februar für 2023 noch für zwei Leitzinserhöhungen in den USA sprachen, deuten nun auf drei Zinssenkungen hin.

In den Jahren der quantitativen Lockerung haben die Zentralbanken die Staatsanleihekurse künstlich in die Höhe getrieben. Unterstützt wurde dies durch Vorschriften, die eine Wiederholung der Krise von 2008 verhindern sollten, indem sie den Banken auferlegten, diese Anleihen in großem Umfang zu halten.



Dies führte zu einem unverhältnismäßigen Anstieg der Nachfrage seitens Pensionsfonds, Versicherungen, Indexfonds und sogar der Devisenreserven der Zentralbanken.

Seit mehr als einem Jahr sind die Bestände der Zentralbanken so stark geschrumpft wie seit den 1980er Jahren nicht mehr. Doch selbst nach dem jüngsten Renditeanstieg werden die Anleihekurse immer noch von dieser unelastischen Nachfrage getrieben. Damals waren die Hebel auf Investoreseite noch sehr überschaubar. Seither hat die Regulierung bzw. das Fehlen von Regulierung für das gleiche eingesetzte Kapital unangemessen hohe Multiplikatoren zugelassen.

Es besteht also die Gefahr, dass dieser Blase die Luft ausgeht. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit einer weichen Landung deutlich gesunken ist, dürfte die Weltwirtschaft eine schwere Rezession vermeiden. In diesem Fall ist es unwahrscheinlich, dass die 10-Jahres-Zinsen auf ihrem aktuellen Niveau bleiben, es sei denn, die zugrunde liegende Inflation bricht ein, was nicht unser Basisszenario ist. Im Grunde sind die langfristigen US-Zinsen zu niedrig. Das Gleichgewichtsniveau liegt eher bei 4% denn bei 3%.

## Wie also sich positionieren?

### Zinsen

Angeichts des jüngsten Anstiegs der Kurzfristzinsen erscheint uns eine Positionierung in ein- oder zweijährigen Titeln beidseits des Atlantiks als überaus interessant ... auf risikobereinigter Basis. Sollte es zu einer schweren Rezession kommen, bliebe den Zentralbanken keine andere Wahl, als die Leitzinsen zu senken. Hiervon würde das kurze Ende der Kurve am stärksten profitieren. Nur ein Deflationsszenario würde die langfristigen Zinsen noch weiter nach unten drücken. Doch so weit ist es noch nicht. **Wir empfehlen daher, in Ihrem Anleiheportfolio die Duration am langen Ende der Kurve zu begrenzen und sich stattdessen am kurzen Ende zu positionieren.**

### Unternehmensanleihen

Bei Unternehmensanleihen stellt sich die Lage komplex dar. Während die Duration für bonitätsstarke Anleihen sehr wichtig ist, ist sie für Hochzinsanleihen von untergeordneter Bedeutung. Heißt das, dass wir in dieser Konstellation

Hochzinsanleihen den Vorzug geben sollten? Nein, aber aus anderen Gründen. Die jüngsten Turbulenzen im Bankensektor dürften das Angebot an Bankkrediten verknappen und die Ausfallraten in die Höhe treiben. „Zombie“-Unternehmen werden mit einem starken Schereneffekt zu kämpfen haben, d.h. Druck auf die Gewinnmargen bei gleichzeitig steigenden Finanzierungskosten, was für einige von ihnen fatal sein wird. **Unsere Präferenz gilt daher dem Investment-Grade-Segment.**

### Aktien

Steigen die langfristigen Zinsen, sinkt bei ansonsten gleichen Bedingungen der Barwert der diskontierten Cashflows. Für Aktien keine so gute Nachricht, es sei denn, die Gewinne steigen – ein aktuell jedoch nicht zu beobachtender Trend. Der sich anhaltend abschwächende Konsum wird in allen Sektoren die Gewinnspannen drücken. Weniger Sparüberschüsse, eine durch eine hartnäckige Kerninflation geringere Kaufkraft und ein Arbeitsmarkt, der sich langsam normalisieren dürfte, ergeben zusammen eine für die Unternehmen überaus herausfordernde Gemengelage. **Der Fokus sollte auf Aktien von Unternehmen liegen, die hinreichend Wachstum generieren, um die Auswirkungen der Zinsen abzufedern. In dieser Hinsicht spricht einiges für den Technologiesektor.**

### Fazit

Die gute Nachricht ist, dass Sie in der derzeitigen Situation die Möglichkeit haben, Ihr Kapital zu mehren, indem Sie auf kurzlaufende Titel und den sich dort bietenden Carry setzen. Mit 3% bzw. 5% je nach Region deckt die erzielbare Rendite zwar noch nicht die Inflation ab, geht aber doch über reine „Schadensbegrenzung“ hinaus. Und das ohne Risiko. Gar nicht mal so schlechte Aussichten auf Sicht der kommenden Wochen, bis sich endlich ein klares Signal herauskristallisiert.

**PRÄSENTATION LESEN**



## UNSERE EINSCHÄTZUNG DER ANLAGEKLASSEN

Aktien	<b>AKTIEN INSGESAMT</b>	○	● -1	○	○
	Large Cap Eurozone	○	● -1	○	○
	Mid Cap Eurozone	○	● -1	○	○
	Small Cap Eurozone	○	● -1	○	○
	<b>Großbritannien</b>	○	● -1	○	○
	USA	○	● -1	○	○
	Schwellenländer	○	○	● 0	○
	Japan	○	○	○	● 1
	China	○	○	○	● 1
Währungen	USD/€	○	● -1	○	○
	YEN/€	○	○	○	● 1
	GBP/€	○	● -1	○	○
	CHF / €	○	● -1	○	○
Rohstoffe	Gold	○	○	● 0	○
	Rohöl	○	○	● 0	○
Staatsanleihen	<b>STAATSANLEIHEN INSGESAMT</b>	○	○	● 0	○
	Europa, Kernländer	○	○	● 0	○
	Europa, Peripherieländer	○	● -1	○	○
	USA	○	○	● 0	○
Unternehmensanleihen	<b>UNTERNEHMENSANL INSGESAMT</b>	○	○	● 0	○
	Investment Grade Europa	○	○	● 0	○
	Investment Grade Short Duration	○	○	○	● 1
	High Yield Credit Short Duration	○	○	○	● 1
	High Yield Europa	○	● -1	○	○
	High Yield USA	○	● -1	○	○
	Schwellenländer	○	● -1	○	○
Geldmarkt	Industrieländer	○	○	○	● 1

Änderung gegenüber letzter Sitzung  
 des Global Investment Committee\*

Quelle: ODDO BHF AM, Stand: 05.04.2023.

\*Hinweis: Bei der letzten Sitzung handelte es sich um eine außerordentliche Sitzung, die am 27. März 2023 stattfand.

### 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 Fondsverwaltungsgesellschaft. 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