

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig
Chief Investment Officer ODDO BHF SE



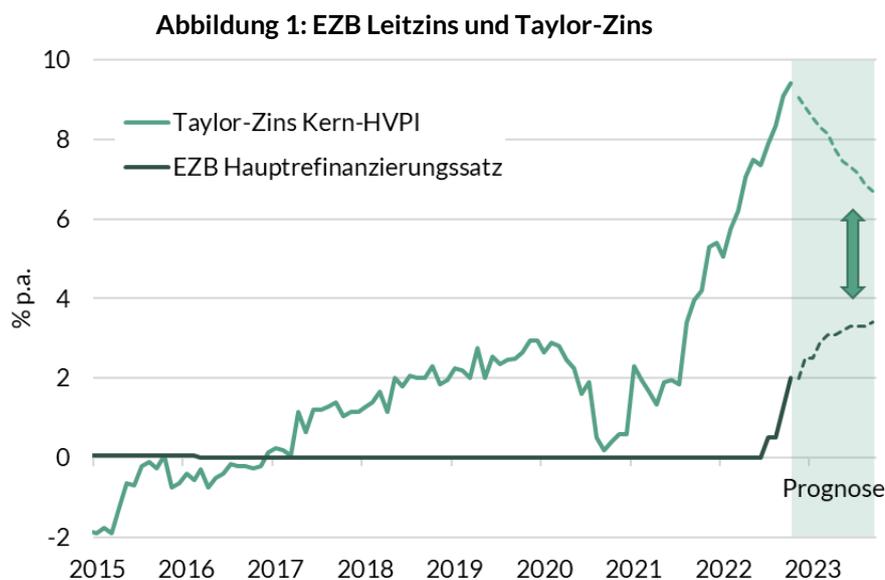
7. November 2022

ZEITENWENDE AM ANLEIHENMARKT?

Die Zinsen dürften weiter steigen, vermutlich über das derzeit am Markt eingepreisten Niveaus hinaus. Die Entscheidungen der EZB und Federal Reserve (Fed) waren klar: Beide Zentralbanken haben die Leitzinsen um weitere 0,75% angehoben. Die Leitzinsen in Europa sind damit auf 2% (Hauptrefinanzierungssatz) und in den USA auf 4% (Obere Bandbreite der Fed Funds Rate) angestiegen. Starke Arbeitsmarktzahlen sowie die Kommentare von Fed-Chef Powell, dass man „noch einiges zu erledigen habe und das auch tun werde“, deuten darauf hin, dass die Leitzinsen weiter steigen werden. Angesichts einer Verbraucherpreisinflation von 10,7% wird auch die EZB nicht darum herumkommen, die Leitzinsen weiter zu erhöhen. Wir erwarten, dass die EZB die Leitzinsen in mehreren Zinsschritten bis September 2023 weiter anheben wird. Überlegungen, dass aufgrund der erwarteten Wirtschaftsschwäche in den kommenden Monaten der Inflationsdruck schwächer werde und die Zinswende unmittelbar bevorstehe, möchten wir drei Argumente entgegensetzen.

1) Taylor-Regel

Die Taylor-Regel ist eine nach dem US-Ökonomen John B. Taylor benannte „Faustregel“ für die Beurteilung des Leitzinsniveaus im Hinblick auf die Ziele Vollbeschäftigung und Preisstabilität. Im Kern leitet die Taylor-Regel das „richtige“ Leitzinsniveau („Taylor-Zins“) aus dem Abstand zwischen dem Inflationsziel und der tatsächlichen Inflation und dem Abstand zwischen inflationsneutraler Arbeitslosenquote und tatsächlicher Arbeitslosenquote ab.



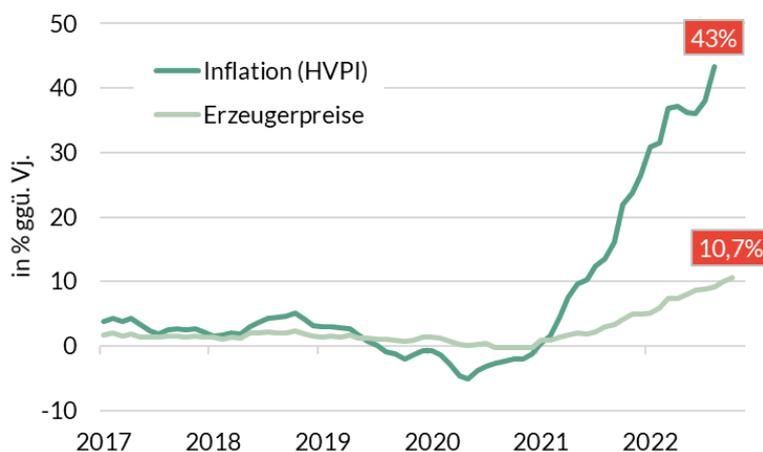
Quelle: Refinitiv Datastream, EZB; Zeitraum: 01.01.2015 – 31.10.2022;
Prognose: 01.11.2022 – 30.09.2023

Ein Vergleich zwischen dem tatsächlichen Leitzinsniveau und dem Taylor-Zins (siehe Abbildung 1) zeigt, dass die EZB Zinserhöhungen zu lange herausgezögert hat und dann zu langsam vorgegangen ist. Schreibt man die Entwicklung beider Kurven unter Zuhilfenahme der aktuellen Markterwartungen für Leitzins und (Kern-)Inflation in die Zukunft fort, dann zeigt die Taylor-Regel, dass die Leitzinsen in der Eurozone weiter deutlich steigen müssen.

2) Rekordhohe Erzeugerpreise

Die Erzeugerpreise in Europa sind – nicht zuletzt aufgrund der stark gestiegenen Energiepreise – um 43% gegenüber dem Vorjahr gestiegen (Abbildung 2). Besonders stark steigen derzeit die Preise für Lebensmittel. Hohe Erzeugerpreise sind oftmals ein Vorbote für steigende Verbraucherpreise. Der Rückgang der Inflation wird – aufgrund des Basiseffektes – in Europa im nächsten Jahr geringer ausfallen als in den USA. Selbst die EZB erwartet derzeit, dass die Inflation in der Eurozone im Jahr 2023 im Durchschnitt noch 5,5% betragen wird.

Abbildung 2: Inflation (HVPI) und Erzeugerpreise in der Eurozone



Quelle: Refinitiv Datastream; Zeitraum: 01.01.2017 – 30.09.2022

3) Angebot und Nachfrage

Im Jahr 2023 ist für europäische Anleihen mit Gegenwind aufgrund eines nachteiligen Angebots- und Nachfrageverhältnisses zu rechnen. Seit Sommer kauft die EZB als einst größter Nachfrager netto keine neuen Anleihen mehr. Die EZB hebt zudem die von den Geschäftsbanken zu zahlenden Zinsen langfristiger Refinanzierungsgeschäfte (LTROs) an. Die Geschäftsbanken im Euroraum werden daher vermutlich ihre längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB reduzieren. Die Bilanz der EZB wird sich mithin verkürzen. Abhängig davon, wie schnell die EZB ihre Anleihebestände reduziert, könnte der Angebotsüberhang an europäischen Staatsanleihen im Jahr 2023 bei deutlich über 500 Mrd. Euro liegen. Die europäischen Staaten werden also höhere Renditen bieten müssen, um willige Abnehmer für ihre Emissionen zu finden.

Folgerungen für unsere Anlagestrategie

Wir halten Kurs: Die Duration in unseren Anleiheportfolios bleibt weiter kurz. Die Zeit, die Laufzeiten in den Anleiheportfolios zu verlängern, um von Kurssteigerungen bei wieder fallenden Zinsen zu profitieren, ist aus unserer Sicht noch nicht gekommen, da die Zinsen weiter steigen werden. Angesichts des Zinsanstiegs seit Jahresanfang haben sich die Renditen von Anleihen von Unternehmens- und Staatsanleihen deutlich erhöht. Zudem sind die Zinsunterschiede von Investment Grade (IG)-Anleihen und Hochzinsanleihen relativ zu Staatsanleihen hoher Bonität auf attraktive Niveaus gestiegen. Aktuell erhält man für Euro IG-Anleihen 4,2% und für Euro-Hochzinsanleihen 7,9% (Stand: 01.11.2022). In der Vergangenheit hat es sich als vorteilhaft erwiesen, das Kreditrisiko erst nach Beginn einer Rezession schrittweise zu erhöhen. Dafür ist es noch zu früh. Wir bleiben daher noch in Lauerstellung: Wir werden das Kreditrisiko vermutlich erst Anfang 2023 erhöhen, da wir weiterhin von steigenden Zinsen und Risikoaufschlägen ausgehen.

MARKTÜBERSICHT
04.11.2022

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	3686,1	2,0	1,9	-14,2
DAX 40	13448,7	1,6	1,5	-15,3
CAC 40	6421,6	2,4	2,5	-10,2
FTSE 100	7334,6	4,1	3,4	-0,7
SMI	10787,3	0,1	-0,4	-16,2
S&P 500	3775,7	-3,2	-2,5	-20,8
Nasdaq Comp.	10378,8	-6,5	-5,5	-33,7
Nikkei 225	27199,7	0,0	-1,4	-5,5
CSI 300	3767,2	0,0	7,4	-23,7
Hang Seng	16161,1	0,0	10,0	-30,9

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	1,5	0,75	0,75	2
US Federal Funds *)	3,875	0,75	0,75	3,75
SNB Sichteinlagen	0	0,25	0,25	0,75

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	2,31	0,20	0,16	2,48
UST-Note 10 J.	4,17	0,15	0,12	2,66
Schweiz 10 J.	1,19	0,08	0,03	1,33

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	0,9853	-1,1	-0,3	-13,3
EUR in GBP	0,8761	-2,0	-1,6	-4,0
EUR in CHF	0,9863	0,6	0,4	5,2
US-Dollar Index **)	111,639	0,8	0,1	16,7

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US\$/oz.)	1664,0	1,2	1,9	-9,0
Rohöl/Brent (US\$/b.) ***)	98,55	2,9	3,9	26,7

Letzte Aktualisierung: 04.11.2022 14:47

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % bzw. in Prozentpunkten (Pp);
*) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes ($\pm 0,125$ Pp); **) Definition gemäß ICE US; ***)
Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenendienstleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2022, Herausgeber: ODDO BHF SE, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.