

# Strategie-Update: Behalten Sie den Kurs bei

## Zusammenfassung

Trotz der extremen durch Banken verursachten Marktvolatilität der letzten Tage nehmen wir keine wesentlichen Änderungen an unserer Strategie vor.

**Konjunkturaussichten:** Vor dem Hintergrund sinkender Inflationsraten wird in den USA weiterhin mit einer moderaten Rezession in diesem Jahr gerechnet, wobei die restriktiveren Kreditbedingungen teilweise durch niedrigere Zinsen und einen erheblichen Anstieg der weltweiten Liquidität ausgeglichen werden. Die Zentralbanken nähern sich neuen Höchstständen ihrer Referenzzinssätze.

**Ausblick auf die jeweiligen Anlageklassen:** Im Hinblick auf Aktien nehmen wir eine positive Haltung ein, sind neutral gegenüber Staatsanleihen und positiv für Investment-Grade-Unternehmensanleihen. Weiterhin schätzen wir Alternative Anlagen einschließlich Rohstoffe positiv ein, und bleiben gegenüber Immobilien neutral.

**Änderungen unserer Sichtweise:** Wir stufen kurzlaufende Staatsanleihen nach der starken Rallye der letzten zwei Wochen auf neutral herab.

Die Flucht in sichere Anlagen hat den Goldpreis auf einen Wert von rund 2000 USD/Unze getrieben. Wir bleiben bei Gold langfristig positiv, würden jedoch vorerst nach der Rallye von 9% seit dem 8. März teilweise Gewinne mitnehmen.

**Qualität bei Aktien:** Wir halten weiterhin an unserer Präferenz für Europa, Großbritannien und die Schwellenländerregionen fest. Beim Anlagestil bevorzugen wir nun Qualitätswerte im Zuge des Rückgangs langfristiger Zinsen und der erhöhten wirtschaftlichen Unsicherheit.

Niedrigere Aktienindizes, hohe Volatilität und höhere Dividendenrenditen steigern die Attraktivität aktiengebundener strukturierter Produkte mit Kapitalgarantie.

**Kurzlaufende Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating:** Derzeit bevorzugen wir kurzlaufende Euro- und US-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating angesichts des Risikos, dass die langfristigen Zinsen wieder ansteigen.

**Rohstoffe:** Nach dem drastischen Rückgang der Rohölpreise aufgrund von Rezessionssorgen sehen wir bei diesem Niveau Chancen im Energiesektor.

## Schnelles Handeln der Behörden

**Zentralbanken haben ihre Lehren aus der Lehman-Krise gezogen:** Die Zentralbanken (Fed, EZB, Schweizerische Nationalbank, Bank of England, Bank of Japan und Bank of Canada) haben weitreichende und koordinierte Maßnahmen ergriffen, um die aktuelle Bankenkrise einzudämmen und einen Dominoeffekt zu verhindern.

## Wirtschaftliche Auswirkungen

Infolgedessen sind die Risiken systemischer Auswirkungen auf die Stimmung der Verbraucher und Unternehmen stark gesunken. Das Verbrauchervertrauen wurde in erster Linie durch die inflationsbedingte Unsicherheit und die Stärke des Arbeitsmarktes bestimmt.

Wir gehen weiterhin von einer anhaltend rückläufigen Inflation in den kommenden Monaten aus. Sowohl in den USA als auch in Europa dürfte sie bis Dezember dieses Jahres unter 3% fallen (im Vergleich zum Vorjahr). Infolge der jüngsten Zinserhöhungen durch die Zentralbanken dürften sich die Konjunktur und der Arbeitsmarkt abkühlen.



Die Arbeitslosigkeit jedoch sollte im Vergleich zu den langfristigen Durchschnittswerten gering bleiben. Selbst im Falle eines stärkeren Konjunkturrückgangs sollte der vorherrschende Fachkräftemangel zu einem „Horten“ von Arbeitskräften führen (d. h. Unternehmen, die davon absehen werden, Arbeitnehmer zu entlassen, weil sie bei Einsetzen des darauffolgenden konjunkturellen Aufschwungs womöglich keine Einstellungen mehr vornehmen können). Die Kombination dieser Trends dürfte das Verbrauchervertrauen und die Nachfrage stützen.

Die große Gefahr angesichts der jüngsten Turbulenzen im Bankensektor besteht nun im Verhalten der Banken bei der Kreditvergabe. Es ist wahrscheinlich, dass sie risikoaverser werden und ihre Kreditbedingungen verschärfen.

Das Eintreten einer solchen Situation könnte die Konjunktur in den kommenden Monaten belasten. Das Vertrauen der Unternehmen wird wahrscheinlich sinken. Jedoch wird es durch eine sich bessernde Lieferkettenproblematik und allmählich verbessernden Transparenz in Bezug auf die Inflation gestützt.

Unser Basisszenario beruht auf einer vorübergehenden Rezession in den USA. In der Eurozone dürfte sich die Wirtschaftsaktivität weiter verlangsamen, eine Rezession kann aber vermieden werden. Auch wenn die Anleiherenditen vorübergehend wieder ansteigen, gehen wir davon aus, dass sie sich bis zum Jahresende wieder auf einem niedrigeren Niveau stabilisieren werden. Dies erwarten wir sobald erkennbar wird, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat und Zentralbanken ihre Leitzinsen in 2024 senken können.

Dieser Faktor gepaart mit einer sich beschleunigenden Wirtschaftsaktivität in China sollte eine Erholung des Wirtschaftswachstums in diesem Jahr und eine Beschleunigung im Laufe des Jahres 2024 ermöglichen.

## Gewinne aus kurzfristigen Anleihen

**Die Anleiherenditen sind stark gesunken:** Der Markt erwartet derzeit ein sehr negatives Szenario, das Ende des Zinsstraffungszyklus bei allen großen Zentralbanken sowie Zinssenkungen der Fed um 100 Basispunkte im Zeitraum Juni bis Dezember. Das Ende der Straffungszyklen könnte Wunschdenken bleiben, da die Zentralbanken nach wie vor ein Inflationsproblem haben und die Finanzstabilität mit makroprudenziellen Instrumenten gewährleisten können.

Die Marktreaktion scheint uns übertrieben, da dies keine Wiederholung der globalen Finanzkrise ist. Wir erwarten eine leichte Erholung der Anleiherenditen. Daher ändern wir unsere Einschätzung von positiv auf neutral für kurzlaufende EUR- und US-Staatsanleihen sowie für lang-

laufende US-Staatsanleihen. Bei langlaufenden Staatsanleihen in Euro bleiben wir neutral.

Hochwertige Unternehmensanleihen haben sich sehr widerstandsfähig gezeigt: Geprägt von einer Bankenkrise lieferten Euro- und US-Investment-Grade-Anleihen in der vergangenen Woche positive Gesamterträge, da der Rückgang der Anleiherenditen die Erhöhung der Risikoaufschläge mehr als ausgeglichen hat. Auf der anderen Seite verzeichneten Hochzinsanleihen letzte Woche negative Gesamterträge.

Wir behalten unsere Ausrichtung auf Qualitätswerte bei. Bei EUR- und US-Anleihen mit Investment-Grade-Rating mit einer Duration unterhalb der Benchmark (5 Jahre in der Eurozone und 7 Jahre in den USA) bleiben wir positiv eingestellt. Hochzinsanleihen bewerten wir neutral.

## AT-1 Anleihen im Fokus

Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA verfügte die Komplettabschreibung von AT1-Anleihen der Credit Suisse, währenddessen Aktionäre keinen Totalverlust erlitten. Diese Missachtung der Hierarchie der Forderungen warf Fragen auf und löste einen Ausverkauf bei AT1-Anleihen aus. Allerdings unterscheiden sich die Vorschriften zwischen den Rechtssystemen und Emittenten.

Bei europäischen AT1-Anleihen sind wir unbesorgt, da die EZB die Hierarchie der Forderungen bekräftigte, d. h. „gemeinsame Eigenkapitalinstrumente sind die ersten, die Verluste auffangen, und erst nach ihrer vollständigen Verlustdeckung müsste zusätzliches Kernkapital (Additional Tier 1) abgeschrieben werden.“ Außerdem verfügt der europäische Bankensektor über eine gute Kapitaldecke.

## Aktien: Schnelle Reflexe der Banken

Im Hinblick auf Aktien ändern wir unsere Einschätzung nicht grundlegend. Wir betrachten sowohl die jüngsten Ausfälle bestimmter regionaler US-Banken als auch die zahlreichen Credit Suisse-Probleme (die zum Verkauf an UBS führten) als idiosynkratisch, d. h. als besondere Situationen, die keine systemischen Probleme innerhalb des globalen Bankensystems widerspiegeln.

Wir stellen Folgendes fest:

1. Die UBS-Lösung wurde angesichts aktueller Turbulenzen zügig erreicht (verglichen mit dem langsamen Entscheidungstempo, das die globale Finanzkrise prägte).



2. Auch bei drei zusammengebrochenen Regionalbanken in den USA intervenierten die US-Behörden schnell.
3. Insgesamt betrachtet waren die Bankensysteme in den USA und Europa noch nie so stark, so gut kapitalisiert und gut reguliert, wobei sich die Rentabilität aufgrund des starken Anstiegs der Zinsen und Renditen in den letzten 12 Monaten verbessert hat.

## Aktien: Qualitätswerte bevorzugt

Auf kurze Sicht könnten sich defensive Qualitätstitel weiter überdurchschnittlich entwickeln, während die wirtschaftliche Unsicherheit (und damit die Volatilität) in Finanz- und zyklischen Sektoren hoch bleibt. Es ist wahrscheinlich, dass sich die Aufmerksamkeit wieder auf die USA verlagert, wo auch für die First Republic Bank eine strukturiertere Lösung erforderlich sein könnte. Ebenso wird der Markt beobachten, was die US-Notenbank nach ihrer geplanten Sitzung des Offenmarktausschusses am Mittwoch entscheiden und kommentieren wird.

In diesem Kontext der Risikoabkehr sehen wir unter den defensiven Werten die besten Chancen im Gesundheitswesen und bei den Versorgungsunternehmen.

Allerdings sei daran erinnert, dass sich zyklische Werte durch historisch niedrige Bewertungen und solide Bilanzen auszeichnen, insbesondere bei den europäischen Finanz- und Rohstoffwerten. Dies eröffnet in der Regel hervorragende mittelfristige Kaufgelegenheiten.

Weiterhin wird erwartet, dass viele zyklische Werte Cashflow-Renditen auf einem Niveau erzielen werden, das noch nie zuvor erreicht wurde und ihnen ermöglicht, großzügige Dividenden zu zahlen, ihre eigenen Aktien zurückzukaufen und nun (die stärksten Unternehmen betreffend) möglicherweise durch opportunistische Akquisitionen expandieren zu können. Vorerst warten wir jedoch einen besseren Einstiegspunkt bei zyklischen Werten ab.

## Positive Einstellung gegenüber China

Wir sind nach wie vor positiv gegenüber China eingestellt. Die überraschende Senkung der Mindestreserveanforderung (RRR) am vergangenen Freitag deutet darauf hin, dass Chinas Geldpolitik nach wie vor eine lockernde Tendenz aufweist. Darüber hinaus gibt es unterschiedliche Maßnahmen verschiedener Städte, um den Konsum anzukurbeln.

Die jüngste Konjunktdynamik deutet darauf hin, dass die Wirtschaft das Wachstumsziel der Regierung von 5% für dieses Jahr übertreffen könnte.

Der chinesische Markt für A-Aktien könnte kurzfristig immun gegen die Bankturbulenzen sein. Sobald sich die Wogen geglättet haben, erwarten wir eine Outperformance dieses breiten chinesischen Marktes.

## Ausblick für Öl und Gold

Das höhere wahrgenommene Rezessionsrisiko aufgrund verschärfter Kreditbedingungen erklärt die jüngste Schwäche der Rohstoffpreise. Der Ölpreis hat in den letzten zwei Wochen deutlich nachgelassen, wobei Rohöl der Sorte Brent 72 USD und WTI 66 USD je Barrel erreichte. Der Wertverlust für Industriemetalle war höher als der erzielte Zuwachs im Januar.

Im Gegensatz dazu ist der Goldpreis aufgrund zunehmender Unsicherheiten auf 2000 USD/Unze gestiegen, da die Zinssätze sinken und die Zentralbanken vorbereitet sind, Banken, die einem Bankansturm ausgesetzt sind, riesige Mengen an Liquidität zur Verfügung zu stellen.

Aus unserer Sicht sind sowohl die Rückgänge bei Öl und Industriemetallen als auch der Goldanstieg übertrieben, da wir keine hohe Wahrscheinlichkeit für eine tiefe Rezession sehen.

Da die US-Regierung unter Biden ihre strategischen Ölreserven zu Preisen unter 70 USD für die Rohölsorte WTI wiederherstellen will und sich der chinesische Konsum normalisiert, sollte die Nachfrage steigen, wohingegen das Angebot angesichts anhaltender Unterinvestitionen und russischer Sanktionen eingeschränkt bleibt. Die langsame Erholung Chinas hat die Industriemetallpreise in letzter Zeit belastet. Wir erwarten jedoch, dass die hohe Nachfrage im Zuge der Energiewende die Preise künftig stützen dürfte. Daher empfehlen wir, bestehende Positionen beizubehalten und übertriebene Rückgänge zu nutzen.

Gewinne bei Gold im Bereich von etwa 2000 USD/Unze teilweise mitzunehmen, macht taktisch ebenfalls Sinn. Denn sollten die beiden vorangegangenen Höchststände nicht übertroffen werden, könnte dies zu einer drastischen Korrektur führen. Auf längere Sicht bleiben wir jedoch bei Gold positiv. Es bleibt unsere bevorzugte Anlage zur Absicherung vor extremen Risikoereignissen.



## Fazit: Behalten Sie den Kurs bei

In den letzten zwei Wochen waren wir Zeugen einiger historisch volatiler Bewegungen sowohl bei den Anleiherenditen als auch im Aktienbereich wie beispielsweise Banken.

Wir sollten jedoch den gesamten Makro- und Finanzmarkt betrachten. Ich möchte auf Folgendes hinweisen:

- 1) Die kurzfristigen Aussichten für das Wirtschaftswachstum haben sich nicht dramatisch verändert – in den USA prognostiziert der GDPNow-Indikator der Atlanta Fed für das 1. Quartal 2023 ein BIP-Wachstum von 3,2% und liegt damit deutlich über dem Potenzial. Der europäische Economic Surprise-Index liegt mit +48 weiterhin deutlich über dem „Break-Even-Point“ von Null, was auf eine unerwartet starke Konjunkturdynamik in der Eurozone hindeutet.
- 2) Zentralbanken wie die US-Notenbank, die EZB und die britische Bank of England befinden sich alle nahe dem Ende ihrer Zinserhöhungszyklen – wobei die Inflationsraten eine stetig nachlassende Tendenz zeigen.
- 3) Sowohl die kurz- als auch die langfristigen Anleiherenditen sind stark gesunken. Die Rendite 2-jähriger US-Staatsanleihen (US-Treasuries) ging seit dem 8. März um 1,2% auf derzeit 3,9% zurück, die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen ging um 0,65% auf 2,1% zurück und die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen sank um 0,4% auf 1,3%.
- 4) Abgesehen von den Finanzsektoren haben sich die Aktienmärkte als überraschend robust erwiesen: Der Euro STOXX 50 ist weniger als 5% von den jüngsten Höchstständen entfernt, während der Nasdaq 100 infolge dieser jüngsten durch Banken indizierten Turbulenzen sogar gestiegen ist.

Angesichts dieser Punkte sehen wir keine zwingenden Gründe, um drastische Änderungen unserer derzeitigen Anlageallokationen vorzunehmen.

**Edmund Shing, PhD**

Global CIO  
BNP Paribas Wealth Management



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

PRIVATE BANKING

Die Bank  
für eine Welt  
im Wandel

# KONTAKTIEREN SIE UNS

---



[privatebanking.bnpparibas.de](https://privatebanking.bnpparibas.de)

---

## HAFTUNGSAUSSCHLUSS

---

Diese Informationen und die darin gemachten Angaben, Meinungen und Einschätzungen sind ausschließlich für Kunden und ausgewählte Interessenten des BNP Wealth Managements bestimmt. Es gilt deutsches Recht. Die Weitergabe dieser Informationen oder einzelner Elemente daraus an Dritte ist nicht gestattet. Die Informationen, die Sie hier finden, richten sich ausdrücklich nicht an Personen in Ländern, die das Vorhalten der hier dargestellten Inhalte untersagen, insbesondere nicht an US-Personen im Sinne der Regulation S des US Securities Act 1933 sowie Internet-Nutzer in Großbritannien, Nordirland, Kanada und Japan. Jeder Leser ist deshalb selbst verantwortlich, sich über etwaige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Für die Erstellung dieser Informationen, Anlagestrategien etc. bedient sich BNP Wealth Management auch der Expertise Dritter. Die Informationen werden mit großer Sorgfalt recherchiert und zur Verfügung gestellt, eine Garantie für Vollständigkeit und Richtigkeit wird aber nicht gegeben. Soweit es sich um Meinungen und Einschätzungen handelt, bitten wir um Verständnis, dass insoweit jegliche Haftung abgelehnt wird.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Marketingmitteilungen. Sie dienen nur Ihrer Information und Unterstützung. Sie stellen deshalb insbesondere keine auf Ihre individuellen Bedürfnisse ausgerichteten Empfehlungen zum Kaufen, Halten oder Verkaufen eines Finanzprodukts dar und begründen auch kein individuelles Beratungs- oder Auskunftsverhältnis. Sie sind ferner nicht als Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung gedacht. Bevor Sie Investmententscheidungen treffen, sollten Sie sich deshalb sorgfältig über die Chancen und Risiken des Marktes und für Sie geeigneter Investments informiert haben oder sich beraten lassen. Dies kann neben den finanziellen auch die steuerlichen und rechtlichen Aspekte betreffen. Bitte beachten Sie auch, dass aus der Wertentwicklung eines Finanzprodukts in der Vergangenheit, einer Entwicklung des betroffenen Marktes oder einer Einschätzung zur Entwicklung der Märkte nicht auf zukünftige Entwicklungen oder Erträge geschlossen werden kann. Bedienen Sie sich bitte auch ergänzend der «Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren». Diese sind über den Bankverlag, Postfach 450209 in 50877 Köln erhältlich. Die hier preisgegebenen Informationen enthalten nicht alle für ein von Ihnen eventuell angestrebtes Investment erforderlichen bzw. aktuellen Informationen. Neben Informationen zu Produkten und Dienstleistungen, die hier oder auf den Internetseiten des BNP Wealth Managements bereitgestellt sind, gibt es gegebenenfalls auch andere Produkte und Dienstleistungen, die für die von Ihnen verfolgten Anlageziele besser geeignet sind.

BNP Paribas Wealth Management ist ein Geschäftsbereich der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland.

Standort Frankfurt: Senckenberganlage 19 • 60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 7193 2000 • Fax +49 (0) 69 7193 849572 • [wm-de@bnpparibas.com](mailto:wm-de@bnpparibas.com)

[wealthmanagement.bnpparibas.de](https://wealthmanagement.bnpparibas.de) • USt-IdNr. DE191528929 • HRB Frankfurt am Main 40950

Sitz der BNP Paribas S.A.: 16, boulevard des Italiens • 75009 Paris • Frankreich • Eingetragen am Registergericht Paris unter: R.C.S. 662 042 449

Gesetzliche Vertretungsberechtigte der BNP Paribas S.A.:

Président du Conseil d'Administration (Präsident des Verwaltungsrates): Jean Lemierre • Directeur Général (Generaldirektor): Jean-Laurent Bonnafé

Niederlassungsleitung Deutschland:

Lutz Diederichs, Tino Benker-Schuchow, Dr. Sven Deglow, Dr. Carsten Esbach, Eva Meyer, Michel Thebault, Frank Vogel

Zuständige Aufsichtsbehörden: Europäische Zentralbank, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Banque de France, Autorité des Marchés Financiers, Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution



**BNP PARIBAS**  
**WEALTH MANAGEMENT**

PRIVATE BANKING

Die Bank  
für eine Welt  
im Wandel