

Mai 2023

## Zinsen und Anleihen

Man lässt sich treiben

### USA

- Nach dem turbulenten März war der April mit gedämpfter Zinsvolatilität vergleichsweise stabil. Die Renditen zehnjähriger US-Treasuries wurden in engen Bandbreiten gehandelt und sanken um 12 BP, die Kreditspannen blieben weitgehend unverändert (alle Daten per 25. April).
- Während der US-Produktionssektor schwächelt, hält sich der Dienstleistungssektor gut. Die Inflation bleibt deutlich über dem Ziel des Fed.

### Eurozone

- Die Kreditspannen der Eurozone verengten sich im April um 12 BP, da die Angst vor einer möglichen Bankenkrise nachliess. Der Fokus verlagerte sich wieder auf die Inflation, was zu einem Anstieg der Renditen zehnjähriger deutscher Anleihen um 10 BP führte.
- Die Gesamtinflation war in der Eurozone zwar im März tiefer, aber die Kerninflation steigt weiter, was die EZB weiter unter Zinserhöhungsdruck setzt.

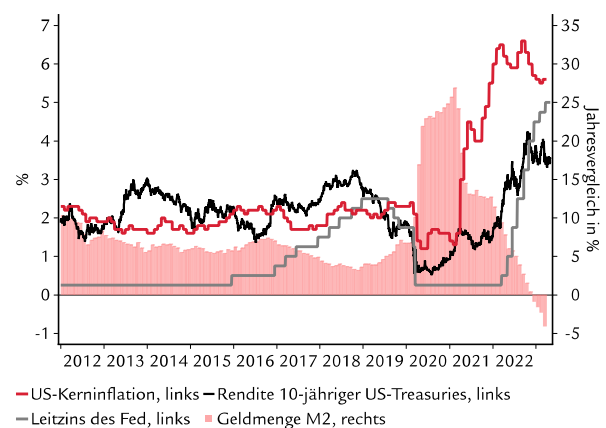
### Vereinigtes Königreich

- Das anhaltende Inflationsproblem Grossbritanniens liess die Gesamtinflation im 7. Monat in Folge bei über 10% verharren. Dies setzt Staatsanleihen unter Druck und die Renditen legten 20 BP zu.
- Trotz hoher Inflation scheinen die Anleger zu glauben, dass die Bank of England (BoE) die Leitzinsen nicht weiter stark anheben wird, und erwarten nur zwei weitere Schritte um 25 BP und Zinssenkungen ab 2024.

### Schweiz

- Anders als in Europa fielen die Zinsen in der Schweiz im April um 17 BP, weil die Inflation im März von 3.4% im Vormonat unerwartet auf 2.9% fiel.
- Die Auswirkungen der Notfusion der beiden grössten Schweizer Banken in Verbindung mit schwachen Umfragedaten dürften die Schweizerische Nationalbank (SNB) daran hindern, die Zinsen an den kommenden Sitzungen zu stark anzuheben. Für 2023 rechnet der Markt mit zwei weiteren Zinsschritten.

### US-Finanzbedingungen weiterhin ungenügend verschärft



Trotz der raschen Zinsschritte und des beispiellosen Rückgangs von M2, der umfassendsten Geldmengenkennzahl in den USA, sinkt die Inflation nicht ausreichend. In bestimmten Bereichen der Produktion gab es zwar eine Desinflation und die Rohstoffpreise sind gesunken, aber die aktuelle Geldpolitik scheint nicht restriktiv genug zu sein. Zudem bleibt der US-Arbeitsmarkt angespannt und trotz Entlassungen im Tech-Sektor zeigt sich die Gesamtwirtschaft robust. Dies begünstigt ein hohes nominales Wachstum, das Gewinne und Risikoanlagen stützt. Daher hellt sich die Stimmung an den Finanzmärkten auf. Man ist immer noch auf Schnäppchen aus und die Kreditspannen verengten sich von ihren Hochs im März um 40 BP (EUR) bzw. 30 BP (USD). Die Zinsvolatilität ging zurück und dank einer günstigen Lage am Primärmarkt haben die Anleger reichlich liquide Mittel für neue Deals und um ein höheres Risiko einzugehen. Wir bleiben aber vorsichtig. Verschärfte Finanzbedingungen wirken sich in der Regel stark zeitlich verzögert auf die Wirtschaft aus, aber die Zentralbanken dürften die Notwendigkeit eines deutlichen Konjunkturabschwungs zur Eindämmung der Inflation erkannt haben. Wir bleiben daher defensiv und bei der Duration neutral positioniert, was auch auf die Unsicherheit bezüglich der Erhöhung der Schuldenobergrenze zurückzuführen ist, welche die Zinsvolatilität kurzfristig wieder erhöhen könnte.

# Aktien

## Wunschdenken

### USA

- Der US-Markt büsste im April 1.0% ein und die Performance seit Jahresbeginn beträgt +6.4% (alle Daten per 25. April).
- Die Marktentwicklung 2023 ist speziell: Wachstumsaktien schlugen Wertaktien um 15%, Tech-Large-Caps legten um rund 29% zu und Large Caps lagen erneut über Small Caps. Mehr als die Hälfte der Marktperformance entfällt auf Big Tech.
- Die Gewinnerwartungen betragen für Q1 2023 -7% und für Q2 2023 -8% vs. Vorjahr. Die Berichtssaison hat gerade begonnen und die Ergebnisse schlagen die Erwartungen. Die Bewertung des US-Aktienmarkts bleibt über dem historischen Mittel. Wir bevorzugen weiterhin Nicht-US-Märkte.

### Eurozone

- Der Markt legte im April 1.5% zu und die Performance seit Jahresbeginn liegt bei 13.9%.
- Der Markt der Eurozone schlug den US-Markt erstmals seit vielen Jahren aufgrund seiner attraktiveren Bewertung und der tiefer als erwarteten Energiepreise. Die Berichtssaison begann gut: Firmen übertrafen die Gewinnerwartungen um 4%.

### Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt entwickelte sich im April mit einer Performance von 3.8% am zweitbesten. Seit Jahresbeginn legte der Markt 7.1% zu.
- Er bleibt von allen grossen Märkten der am tiefsten bewertete. Doch die Konjunktur ist schwach und der Anteil zyklischer Titel vergleichsweise hoch.

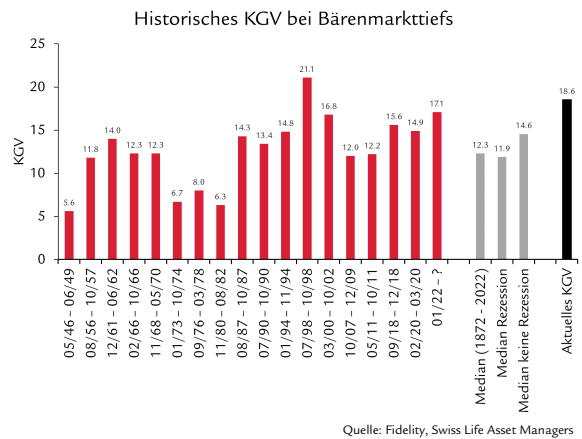
### Schweiz

- Der Schweizer Markt legte im April 4.1% zu und die Performance seit Jahresbeginn liegt bei 9.7%. Nach einem schwachen Jahresstart feierten Pharmaaktien im April ein Comeback.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der teuerste Markt.

### Schwedenländer

- Der April war mit -2.4% ein schwacher Monat. Seit Jahresbeginn legte der Markt nur leicht zu (1.5%).
- Trotz viel besseren Wirtschaftsdaten aus China und einer weniger restriktiven Geldpolitik kam es bei den Schwellenländern noch zu keiner Outperformance.
- Schwellenländer sind relativ und absolut attraktiv bewertet.

### Etwas muss nachgeben



Der Aufwärtstrend bei Aktien ist bemerkenswert. Die Wahrscheinlichkeit einer (leichten) Rezession steigt und die Geldpolitik ist restriktiv. In der Eurozone und den USA ist das Wachstum der breiten Geldmengenaggregate negativ und eine Verknappung des Kreditangebots zeichnet sich ab. Das Gewinnwachstum stagniert oder ist negativ und die Margen sinken. Hinzu kommen Stress im Bankensektor, Sorgen bezüglich US-Gewerbeimmobilien, negative Gewinnkorrekturen und geopolitische Spannungen. Dies deutet auf Wunschdenken an den Aktienmärkten hin. Fünf Faktoren untermauern den Optimismus: 1. Das Fed könnte die Zinsschritte bald einstellen und bereits im 2. Halbjahr 2023 mit Senkungen beginnen. 2. Der Aktienmarkt schlägt um, bevor die Unternehmensgewinne und die Wirtschaft es tun. 3. Ausserhalb der USA sind die Bewertungen tief (liegen aber über den historischen Bärenmarktiefs, s. Grafik). 4. Negative Stimmung und Gewinnkorrekturen implizieren, dass viele negative Faktoren berücksichtigt werden. 5. Gewinne und Wirtschaftsdaten waren und sind besser als erwartet. Das sind stichhaltige Punkte, doch sollte das Fed die Zinsen senken, wäre dies Folge einer Rezession. Dann würden Margen und Gewinne stärker unter Druck geraten als derzeit eingepreist. Etwas muss nachgeben: Entweder bleiben Konjunktur und Gewinne stark und das Fed senkt die Zinsen wohl nicht, oder umgekehrt. Daher dürften die Märkte zu optimistisch sein. Bei unveränderten Gewinnen müsste der US-Markt stark korrigieren, um ein KGV gemäss historischen Bärenmarktiefs zu erreichen. Wir glauben, dass sich eine leichte Rezession nicht vermeiden lässt und sich die Marktbedingungen verschlechtern. Mindestens eine kurzfristige Korrektur ist überfällig.

# Währungen

Volatilität nimmt ab

## USA

- Nach einem turbulenten März verlor der USD im April handelsgewichtet weitere 0.6% und legte vs. einige Rohstoffwährungen zu (alle Performances in dieser Spalte per 26. April).
- Grund dafür waren gemischte US-Wirtschaftsdaten, die die wahrgenommene Rezessionswahrscheinlichkeit des Marktes erhöhten.
- Der USD dürfte sich in den nächsten Monaten weiter abschwächen, da wir fürs 2. Halbjahr eine US-Rezession und den Beginn eines Lockerungszyklus des Fed erwarten.

## Eurozone

- Der EUR erreichte vs. den USD ein neues Einjahreshoch und wertete im April vs. alle G10-Währungen ausser den CHF auf.
- Der EUR dürfte 2023 aufgrund der hartnäckigen Inflation und eines im Vergleich zu anderen Ländern verzögerten Zinserhöhungszyklus in der Eurozone gestützt bleiben.

## Vereinigtes Königreich

- Das GBP wertete im April vs. den EUR ab, legte aber vs. den USD zu.
- Unsere Einmonatssicht auf GBP ist vs. USD positiv und vs. EUR neutral.

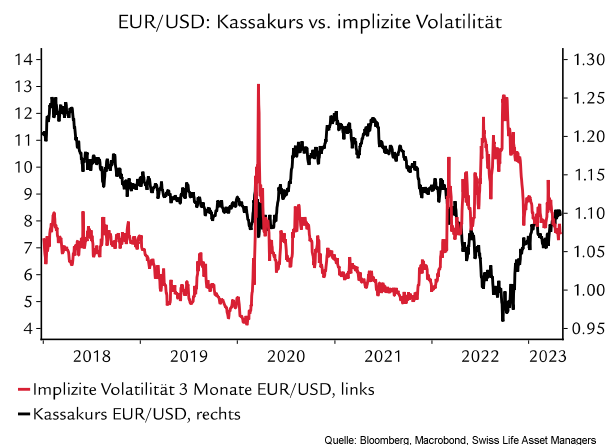
## Schweiz

- Die CHF-Stärke hielt im April an: Der CHF wertete vs. den USD 3% und vs. den EUR rund 1% auf.
- EUR/CHF dürfte sich im Mai seitwärts bewegen, mit einigen Aufwärtsrisiken, weil die EZB stärker unter Zinserhöhungsdruck steht als die SNB.

## Japan

- Der JPY bewegte sich vs. den USD im April seitwärts, CHF/JPY erreichte das höchste Niveau in vier Jahrzehnten.
- Unsere Sicht auf USD/JPY bleibt negativ. Grund ist nicht nur unsere Erwartung einer allgemeinen USD-Schwäche, sondern auch das Risiko, dass Japan die Normalisierung der Geldpolitik unter dem neuen Zentralbankchef Kazuo Ueda beschleunigen könnte.

## Zurück zu den Fundamentaldaten



Nach einem volatilen März begann die implizite Volatilität von EUR/USD über alle Laufzeiten zu sinken. Die Probleme im Bankensektor rückten in den Hintergrund. Die Notfallmassnahmen der Zentralbanken und der Regierungen scheinen ihr Ziel, die Finanzmärkte zu beruhigen, vorerst erreicht zu haben. Mit dem ruhigeren Marktumfeld können fundamentale Treiber wieder in den Vordergrund rücken. Der USD schwächte sich vs. dem EUR im April aufgrund der divergierenden Wirtschaftsdynamik weiter ab. Die Erwartungen, dass sich die USA am Ende ihres Konjunkturzyklus befinden, verstärken sich. Die US-Wirtschaftsdaten waren letztens gemischter und die robuste Wirtschaftsdynamik in der Eurozone hält auch im 2. Quartal an. Wenn dieses Umfeld ohne weitere Bankenturbulenzen anhält, dürfte sich die USD-Schwäche vs. dem EUR in den nächsten Monaten fortsetzen. Unsere Einschätzung wird zudem durch divergierende geldpolitische Erwartungen untermauert, die auch durch die bei der Wirtschaftsdynamik entstehende Lücke verstärkt werden. Das Fed dürfte seinen Zinserhöhungszyklus bald beenden, während die EZB noch Spielraum für weitere Straffungen hat, da die Inflation in der Eurozone hartnäckiger ist. Die anstehende Debatte über die Schuldenobergrenze in den USA könnte den USD weiter unter Druck setzen, wenn die Frage nicht rasch gelöst wird, und macht so den USD-Ausblick noch komplizierter.

## Swiss Life Asset Managers



**Thomas Rauh**  
**Portfolio Manager Fixed Income**  
thomas.rauh@swisslife-am.com



**Andreas Homberger**  
**Head Quantitative Equities**  
andreas.homberger@swisslife-am.com  
🐦 @Homberger\_A



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
🐦 @kunzi\_damian



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@swisslife-am.com

### Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?

Senden Sie eine E-Mail an: [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Erstellt und verabschiedet durch die Swiss Life Asset Management AG, Zürich

Swiss Life Asset Managers hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Managers umgesetzt oder verwendet worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Haftung betreffend Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen ab. Dieses Dokument beinhaltet Aussagen zu in der Zukunft liegenden Entwicklungen. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Die tatsächlichen Entwicklungen können im Ergebnis von unseren ursprünglichen Erwartungen deutlich abweichen.

**Frankreich:** Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.