

Juli 2023

Zinsen und Anleihen

Führen uns die Zentralbanken in eine Rezession?

USA

- In den USA entwickelten sich im Juni Staats- und Unternehmensanleihen recht gut. Die Anleiherenditen zogen leicht an, während sich die Spreads auf Unternehmensanleihen verengten, was die starke Nachfrage nach Risikoanlagen widerspiegelt.
- Das Fed hielt die Leitzinsen stabil, was sich mit seinen Ankündigungen deckt. Dies erlaubt es ihm, die verzögerten Effekte höherer Fremdkapitalkosten auf die Wirtschaft zu beobachten. Die Markterwartungen tendieren zu einem weiteren Zinsschritt dieses Jahr, gefolgt von Zinssenkungen 2024.

Eurozone

- Die Renditen auf Staatsanleihen werden weiterhin in engen Bahnen gehandelt. Sie stiegen in der ersten Junihälfte an und gingen danach zurück, während sich die Spreads auf Firmenanleihen verengten.
- Die EZB hob die Zinsen um 25 BP an, erhöhte ihre Inflationsprognose und sendete restriktive Signale aus. Zudem zeichnete sich ein Abschwung ab: Die Umfragedaten sanken deutlich, ein Zeichen für eine mögliche Rezession. Trotzdem rechnen die Anleger für 2023 mit zwei weiteren Zinsschritten.

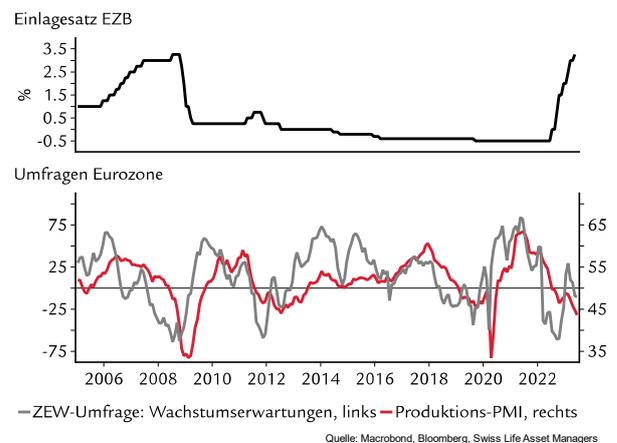
Vereinigtes Königreich

- Das Vereinigte Königreich sieht sich einer potenziellen Stagflation gegenüber, also hoher Inflation und flauem Wirtschaftswachstum. Die Konsumenten spüren dies, da ihre Kaufkraft schwindet und sie die Hauptlast der steigenden Zinsen tragen.
- Die Bank of England (BoE) überraschte den Markt mit einem Zinsschritt von 50 BP. Der Markt preist aufgrund der hartnäckig hohen Inflation bis Jahresende weitere Zinsschritte von 100 BP ein.

Schweiz

- Die Schweizer Renditen blieben trotz dem erwarteten Zinsschritt der SNB von 25 BP stabil.
- Die Inflation scheint mit derzeit 2.2%, also etwas über dem Ziel der SNB, abzuflauen. Das könnte sich aber ändern, da später im Jahr höhere Mieten ins Spiel kommen dürften.

Frühindikatoren deuten auf weiteres Leid hin



Im Juni erhöhte die EZB ihre Zinsen zum achten Mal in Folge; die Leitzinsen stiegen innerhalb von weniger als einem Jahr um insgesamt 4%. Die Kerninflation der Eurozone blieb jedoch bei 5.3%, was zeigt, dass sich der beispiellose Straffungszyklus nur begrenzt auf die Wirtschaft auswirkte. Die Arbeitslosenquote liegt auf dem tiefsten Stand seit Jahrzehnten und die Unternehmensgewinne sind fast so hoch wie noch nie, was keine direkt bevorstehende Rezession signalisiert. Das ist die Herausforderung. Primäres Ziel der EZB ist es, die Inflation mit Zinserhöhungen und quantitativer Straffung bei ca. 2% zu halten. Beide Instrumente wirken sich jedoch mit starker Verzögerung auf das Wirtschaftswachstum und die Inflation aus. Das erschwert eine sanfte Landung. Dazu kommt, dass die Inflation selbst ein nachlaufender Indikator ist, der oft in oder kurz vor einer Rezession seinen Höhepunkt erreicht. Daher sehen wir ein grosses Risiko, dass die Zentralbanken die Geldpolitik über längere Zeit zu fest strafen und die Anzeichen eines Abschwungs nicht erkennen. Einkaufsmanagerindizes (PMI) und Produzentenpreise fallen bereits stark, aber die EZB dürfte die Zinsschritte und den Bilanzabbau fortsetzen, was den Abschwung noch verschärfen könnte. Angesichts dieses Ausblicks bleiben wir beim Kreditrisiko vorsichtig, erhöhen unsere Duration und setzen auf sinkende längerfristige Zinsen.

Aktien

US-Tech-Aktien bleiben die treibende Kraft

USA

- Der US-Aktienmarkt legte im Juni um 4.9% zu, was zu einer Performance seit Jahresbeginn von +14.9% führte (alle Daten in diesem Text per 27. Juni).
- Die jüngste Rally beschränkt sich auf eine kleine Gruppe von Aktien. Der FANG+-Index, der die grossen Tech-Firmen umfasst, stieg seit Jahresbeginn um 70%. Zum Vergleich: Der Index, der die einzelnen Titel des S&P 500 gleich gewichtet, legte nur 5.4% zu.
- Die Bewertung des US-Aktienmarkts liegt immer noch über dem historischen Durchschnitt. Wir ziehen weiterhin Nicht-US-Märkte vor. Die unausgewogene Performance in diesem Jahr gibt Anlass zur Sorge.

Eurozone

- Der europäische Aktienmarkt legte im Juni um 1.5% zu und die Performance seit Jahresbeginn liegt bei 10.9%.
- Die jüngsten Wirtschaftsdaten aus der Eurozone fielen schwächer aus als erwartet, die US-Daten entsprachen den Erwartungen.
- Historisch gesehen bleibt der europäische Markt sehr attraktiv bewertet.

Vereinigtes Königreich

- Die Performance lag im Juni bei 0.3%. Seit Jahresbeginn legte der britische Markt 0.3% zu.
- Er bleibt von allen grossen Märkten der am tiefsten bewertete. Wir glauben aber, dass er nicht ohne Grund billig ist, denn im Land herrscht derzeit grosse wirtschaftliche Unsicherheit.

Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt sank im Juni um 0.8% und die Performance seit Jahresbeginn liegt bei 6%.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der teuerste Markt.

Schwellenländer

- Der Juni war mit einer Performance von 4.2% für Schwellenländeraktien sehr positiv. Seit Jahresbeginn legte der Markt 5.4% zu und liegt damit hinter den übrigen Aktienmärkten zurück.
- Die chinesischen Wirtschaftsdaten enttäuschen weiterhin, was die Stimmung trübt.

Warum schneiden Schwellenländeraktien nicht besser ab?



2023 ist ein weiteres Jahr, in dem Schwellenländeraktien hinter den Industrieländern zurückbleiben. In den letzten zehn Jahren betrug die Unterperformance mehr als 100% und Aktien aus Industrieländern schnitten in sieben dieser zehn Jahre besser ab. Betrachtet man die Zahlen seit 2000, vermochten die Schwellenländeraktien die Industrieländer um rund 50% zu schlagen. Schwellenländeraktien zeigten sich jüngst aus Bewertungssicht recht attraktiv. Aktuell liegt das erwartete KGV bei rund 12.1 und damit leicht über dem 17-jährigen Median, dasjenige von Aktien aus Industrieländern bei 16.9. Die Differenz dazwischen liegt über dem historischen Durchschnitt. Um die Entwicklung von Schwellenländeraktien zu verstehen, muss man China betrachten. Chinas Aktienmarkt hat in den letzten zehn Jahren die Performance der Schwellenländeraktien bestimmt und ist mit Abstand die grösste Indexkomponente (Gewichtung 29%). Chinas Problem ist, dass sich das Wirtschaftswachstum und das Vertrauen der Märkte in seine Institutionen in den letzten zehn Jahren, v. a. seit der Pandemie, verschlechtert haben. Das Wirtschaftswachstum ging von über 10% im Jahr 2010 auf rund 5% zurück. Inländische, demografische und geopolitische Themen, insbesondere der Immobiliensektor, bereiten den Anlegern Sorgen. Diese Themen dürften den chinesischen Aktienmarkt künftig belasten. Sie dürften die attraktive Bewertung von Schwellenländeraktien und die viel expansivere Geldpolitik in China überwiegen. Wir sehen daher derzeit keinen Grund für eine anhaltende Outperformance von Schwellenländeraktien. Auch eine mögliche milde globale Rezession spricht nicht dafür, die Position in Schwellenländeraktien auszubauen.

Währungen

Schlechterer Ausblick für die Eurozone belastet EUR

USA

- Nach einem starken Mai wertete der USD im Juni vs. die meisten Hauptwährungen ab, wobei die chinesische und die türkische Währung die grossen Ausnahmen waren.
- Dennoch dürfte der USD im dritten Quartal 2023 wieder aufwerten. Die Rezessionsrisiken scheinen für die USA bereits ausreichend eingepreist und der Konjunkturausblick für Europa verschlechtert sich wohl etwas schneller als von den Märkten erwartet. Für die nächsten drei Monate ist unsere Sicht auf EUR/USD negativ.

Eurozone

- Bei Redaktionsschluss hatte der EUR im Juni handelsgewichtet 1.7% aufgewertet.
- Neben dem oben angeführten Argument dürfte auch ein technischer Faktor zur Schwächung von EUR/USD über die nächsten drei Monate beitragen. Die spekulative Positionierung spricht nach wie vor für den EUR und eine Auflösung dieser Positionen könnte kurzfristig zur EUR-Schwäche beitragen.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP wertete vs. USD und EUR in der ersten Junihälfte auf, verlor aber dann wieder an Boden.
- Die Markterwartungen bezüglich Zinsschritten der BoE sind deutlich gestiegen und dürften übertrieben sein. Daher ist unsere Sicht auf GBP/USD für die nächsten drei Monate negativ.

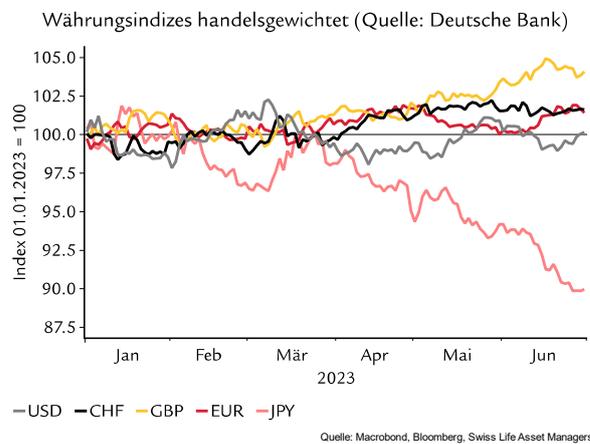
Schweiz

- Handelsgewichtet blieb die CHF-Performance im Juni unverändert.
- Unsere Sicht auf EUR/CHF für das dritte Quartal 2023 ist neutral. Der trotz tiefer Inflationszahlen überraschend restriktive Tonfall der SNB könnte darauf hindeuten, dass die SNB einen schwächeren CHF nicht akzeptieren will.

Japan

- USD/JPY zeigte im Juni mit 4% weiterhin stark nach oben.
- Angesichts der starken Unterbewertung des JPY ist unsere Sicht auf USD/JPY für die nächsten drei Monate neutral.

Bisher ein verlorenes Jahr für den JPY



Wenn wir nach dem ersten Halbjahr 2023 Bilanz ziehen, sehen wir unter den wichtigsten Industrieländerwährungen einige Gewinner und einen grossen Verlierer (siehe Grafik). Handelsgewichtet büsste der JPY im ersten Halbjahr rund 10% ein. Obwohl die Inflation auch in Japan anzieht und nun deutlich über dem 2%-Ziel der Bank of Japan (BoJ) liegt, wurden die Erwartungen an einen restriktiven Kurswechsel des neuen BoJ-Chefs Kazuo Ueda enttäuscht. Er entschied sich für den Kurs seines Vorgängers Haruhiko Kuroda, der eine längere Phase ultralockerer Geldpolitik eingeleitet hatte, und bekräftigte im Juni, dass die BoJ nur dann einen Kurswechsel vollziehen werde, wenn sie «einigermaßen sicher» sei, dass die Inflation bis ins Jahr 2024 anziehen werde. Diese Aussagen befeuerten den JPY-Ausverkauf, weil sich die Zinsdifferenzen gegenüber allen anderen grossen Industrieländern ausweiteten. Derweil war das GBP im Jahr 2023 bisher der beste Performer. Trotz stagnierender Wirtschaft wertete die britische Währung handelsgewichtet fast 4% auf. Hauptgrund dafür ist die starke Ausweitung der Zinsdifferenzen, weil die Märkte ihre Erwartungen an weitere Zinsschritte durch die BoE zur Bekämpfung der hohen und steigenden Inflation erhöht haben. Es scheint, dass die Zinsdifferenzen bezüglich der Währungsentwicklung derzeit die treibende Kraft sind. Dies dürfte der SNB nicht entgangen sein und zu ihrer restriktiven Rhetorik im Juni beigetragen haben, denn eine schwächelnde Währung wäre ein zusätzliches Inflationsrisiko.

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.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: 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 Swiss Life Asset Managers UK 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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.