

August 2023

Zinsen und Anleihen

Zinsen auf dem Höhepunkt?

USA

- Die ökonomischen Daten überraschten grösstenteils positiv, da der US-Arbeitsmarkt solide blieb und die Konsumentenstimmung stärkte. In der Industrie zeichnete sich im Juli eine Stabilisierung ab.
- Die Renditen von US-Staatsanleihen blieben in engen Bahnen: Die zehnjährige Rendite stieg kurz über 4%, um dann wegen der tieferen Gesamtinflation trotz hoher Kerninflation wieder zu sinken.
- Das Fed erhöhte das Band für den Leitzins auf 5.25 bis 5.5% und sieht je nach Inflations- und Wachstumsentwicklung weitere Zinsschritte vor.

Eurozone

- Die Renditen auf Staatsanleihen bewegten sich seitwärts, weil die schwachen Einkaufsmanagerindizes im Juli die Märkte nur temporär beeinflussten. Die Zinsen stiegen in den ersten zehn Juli-Tagen an und sanken dann und die Firmenanleihspreads verengten sich durch die bessere Anlegerstimmung.
- Die EZB erhöhte die Leitzinsen um 25 Basispunkte und deutete an, dass künftige geldpolitische Entscheidungen datenabhängig sein würden. Sie ist zuversichtlicher, dass der Leitzins bereits recht restriktiv ist und die Disinflationssignale zunehmen.

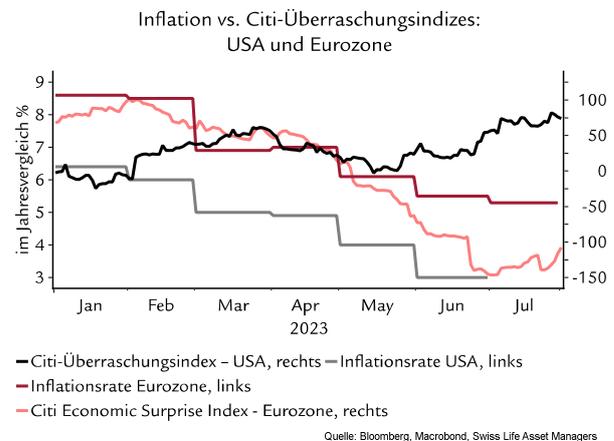
Vereinigtes Königreich

- Die Renditen britischer Staatsanleihen fielen im Juli markant, weil sich der Inflationsausblick verbesserte und sich der Wachstumsausblick weiter verschlechterte. Dies führte zu einer Einpreisung einer weniger aggressiven Straffung durch die Bank of England.

Schweiz

- Die Renditen von Schweizer Staatsanleihen blieben in engen Bahnen, die zehnjährige Rendite lag bei rund 1% – es ist unklar, ob die SNB den Leitzins im zweiten Halbjahr 2023 weiter anheben wird.
- Die Inflation flaut weiter ab, aber der verzögerte Effekt des höheren Hypotheken-Referenzzinssatzes wird die Mieten in den kommenden Monaten erneut nach oben treiben, sodass die Inflation bis 2024 nahe bei 2% bleiben dürfte.

Divergierende Zahlen in den USA und der Eurozone



Die Juli-Wirtschaftsdaten zeigen, dass sich die Divergenz zwischen den USA und Europa verschärft hat. Ein gutes Indiz für die unterschiedliche Entwicklung der Makrodaten liefert der Überraschungsindex von Citigroup. Er zeigt ein negatives Momentum in der Eurozone, aber positive Entwicklungen in den USA. Diese Divergenz könnte die Markterwartungen für künftige geldpolitische Entscheidungen beeinflussen. Die Märkte preisen derzeit nur einen weiteren Zinsschritt durch die EZB im September und nur eine 40%ige Chance für eine weitere Zinsanhebung durch das Fed für den Rest des Jahres ein. Daher ist immer mehr von Höchstzinsen die Rede, da die Anleger hoffen, dass die geldpolitische Straffung bald zu Ende ist und die Staatsanleiherenditen ihren Höchststand erreicht haben. Obwohl wir denken, dass der Inflationsdruck mittelfristig abnehmen dürfte, ist es zu früh, um Entwarnung bei der Inflation zu geben. Die Arbeitslosenquoten in Europa und den USA liegen auf einem Mehrjahrestief und die Kerninflation bleibt hoch. Es ist also gut möglich, dass das Fed die Zinsen weiter anhebt, wenn das Wachstum robust und die Inflation hartnäckig bleibt. Wir sehen also weiterhin ein steigendes Rezessionsrisiko für Europa, während der Wirtschaftsabschwung in den USA aufgeschoben wird. Wir bleiben beim Kreditrisiko vorsichtig und würden die Duration erhöhen, sollte der Inflationsdruck weiter nachlassen.

Aktien

Aktienmarkt rally weitet sich aus

USA

- Der US-Markt legte im Juli 2.8% zu, was zu einer Performance seit Jahresbeginn von 20.1% führte.
- Im Juli weitete sich die US-Markt rally über die wichtigsten Tech-Aktien hinaus aus. Das nächste wichtige Ereignis ist die Berichtssaison, bei der die Erwartungen recht tief sind. Bisher übertrafen die Gewinne und die Umsätze mehrheitlich die Prognosen.
- Die US-Bewertung liegt über dem historischen Mittel. Wir ziehen weiterhin Nicht-US-Märkte vor.

Eurozone

- Der Markt legte im Juli 0.7% zu, die Performance seit Jahresbeginn liegt bei 16.1%.
- Seit rund drei Monaten entwickeln sich Eurozoneaktien schlechter als die der USA. Dies hat mit schwächeren Wirtschaftsdaten im Vergleich zu den USA zu tun.
- Längerfristig bleibt der europäische Aktienmarkt sehr attraktiv bewertet.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Aktienmarkt legte im Juli 2.2% zu, seit Jahresbeginn 4.9%.
- Er bleibt von allen grossen Märkten der am tiefsten bewertete. Wir finden aber, dass der Markt aus guten Gründen billig ist, da das Land mit erhöhter wirtschaftlicher Unsicherheit konfrontiert ist.

Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt büsste im Juli 0.4% ein, was zu einer Performance seit Jahresbeginn von 6.9% führte.
- Insbesondere Pharma-Titel und Nestlé sind seit Jahresbeginn schwach. Ihr Anteil am Schweizer Aktienmarkt beträgt über 40%.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der teuerste Markt.

Schwellenländer

- Der Juli fiel positiv aus (Rendite: 4.7%). Seit Jahresbeginn legte der Markt 9.8% zu, die tiefste Performance unter den wichtigsten Aktienmärkten.
- Die Wirtschaftsdaten aus China enttäuschen weiterhin, während der schwache USD die Schwellenländer stützt. Die chinesische Regierung dürfte die nationale Wirtschaft ankurbeln. Dies führte zusammen mit dem schwächeren USD zu einer kurzfristigen Rally.

Performance verschiedener Anlagestile im US-Aktienmarkt

Index	seit Jahresbeginn (%)	seit Monatsbeginn (%)	3J (%)	5J (%)
MSCI USA	19.8	2.5	44.9	70.0
MSCI USA Equal Weight	12.4	3.6	41.8	49.5
MSCI USA Small Cap	13.2	3.7	46.9	37.2
MSCI USA Growth	36.7	2.3	43.4	96.2
MSCI USA Value	5.1	3.4	42.5	40.8
MSCI USA Momentum	0.3	0.7	10.1	34.2
MSCI USA Quality	26.8	3.0	44.9	84.8
FANG+	76.6	1.4	73.5	163.3

Quelle: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Die letzten fünf Jahre waren von grossen Performanceunterschieden zwischen diversen US-Aktienanlagestilen wie Value, Growth, Small Cap, Quality, Momentum und Sentiment geprägt. In Europa waren die Unterschiede viel geringer. 2023 ist da keine Ausnahme. Der grösste Unterschied besteht zwischen Value und Growth (inkl. der grossen Tech-Firmen). Seit Jahresbeginn legte Growth um 36.7% zu, Value nur 5.1%. Erstaunlicherweise fiel Momentum mit nur 0.3% auch sehr schwach aus. In den letzten Wochen weitete sich die Rally am US-Aktienmarkt aus und v. a. Small Caps schnitten gut ab. Die Spitzenreiter sind dieses Jahr wie in den letzten Jahren aber die FANG+-Aktien (Microsoft, Amazon, Google, Netflix etc.) mit einer Gesamtrendite von 77% seit Jahresbeginn. Hauptgrund für diese spektakuläre Outperformance ist die intensivere Nutzung künstlicher Intelligenz. Der einzige «traditionelle» Stil, der sich dieses Jahr ausgezahlt hat, ist Quality. In den letzten drei und fünf Jahren haben sich die Muster etwas verändert. Über drei Jahre ist der Unterschied in der Stilperformance nicht so gross. Nur Momentum liegt klar unter den anderen Stilen. Über fünf Jahre sind die Unterschiede wieder grösser. Die Nachzügler sind Small Cap, Value und Momentum, die Spitzenreiter FANG+ und Growth. Es erstaunt, dass Momentum trotz einer Marktentwicklung mit starken (kurzfristigen) Trends nicht funktioniert. Ein Grund könnte sein, dass MSCI die Zusammensetzung des Index nur halbjährlich ändert und dies in den letzten Jahren zu wenig war. Die grossen Unterschiede bedeuten, dass traditionelle Anlagestile wie Small Cap und Value nicht funktioniert haben. Dies erklärt auch den «Quant-Winter» (Quant-Fonds, die sich auf diese Faktoren stützen, hatten es in den letzten fünf Jahren sehr schwierig).

Währungen

USD-Schwäche wohl temporär

USA

- Die USD-Schwäche hielt im Juli an, der USD wertete handelsgewichtet 1.4% ab (alle Daten per 26. Juli 2023). Der USD wertete vs. NOK, SEK und CHF am stärksten ab.
- Er dürfte über den nächsten Monat wieder aufwerten. Die US-Wirtschaftsdaten entwickeln sich besser als in Europa, wo sich der Wirtschaftsausblick eintrübt. Unsere Sicht auf EUR/USD für nächsten Monat und die nächsten drei Monate ist daher negativ.

Eurozone

- Der EUR blieb im Juli handelsgewichtet fast unverändert, weil er alle Gewinne aus der ersten Monatshälfte in der zweiten wieder einbüsste.
- Neben dem oben genannten Fundamentalargument dürfte der Carry-Vorteil des USD zu einem schwächeren EUR/USD führen. Zudem wirkt die Long-Positionierung der Investoren in EUR übertrieben und birgt das Risiko einer Wende.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP setzte seinen Aufwärtstrend vs. USD im Juli fort und legte vs. USD 1.65% zu, während es vs. EUR praktisch unverändert blieb.
- Nach der negativ überraschenden Inflation im Juni gingen die Markterwartungen bezüglich Zinsschritten durch die Bank of England von ihrem Hoch zurück, scheinen aber immer noch übertrieben. Wir bleiben daher für die kommenden Monate bei unserer negativen Sicht auf GBP/USD.

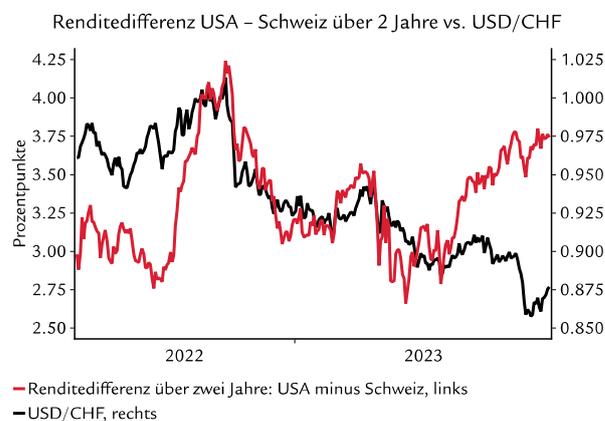
Schweiz

- Der CHF war im Juli stark. Er wertete vs. alle Hauptwährungen ausser die NOK auf. USD/CHF erreichte Mitte Monat mit 0.8577 gar ein neues Tief.
- Analog zu unserer Dreimonatssicht sind wir EUR/CHF gegenüber für den nächsten Monat neutral eingestellt. Die SNB zeigt sich weiterhin restriktiv, was einen weiteren Zinsschritt im September wahrscheinlich macht, aber aufgrund des starken CHF im Juli scheint weiteres Aufwärtspotenzial angesichts des Fair Value beschränkt.

Japan

- Der Aufwärtstrend von USD/JPY im Juni kehrte sich in der ersten Julihälfte um: USD/JPY büsste 2.8% ein.
- Unser kurzfristiger Ausblick für USD/JPY ist nun positiver. Für die nächsten drei Monate aber bleibt unsere Sicht neutral.

Turbulenter Juli für den US-Dollar



Quelle: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Der USD wertete handelsgewichtet und vs. alle Hauptwährungen in der ersten Julihälfte stark ab. Dies war v. a. auf die schwache Juni-Inflationsrate in den USA zurückzuführen. Diese negative Überraschung führte zu einer stärkeren Überzeugung im Markt, dass der Juli-Zinsschritt des Fed tatsächlich der letzte im aktuellen Zinserhöhungszyklus war, und erhöhte auch die Erwartungen eines aggressiveren Lockerungszyklus 2024. Aktuell sind für das Fed 2024 Zinssenkungen von rund 100 Basispunkten eingepreist. Dies hat auch zu einem temporären Fall in der Renditedifferenz über zwei Jahre zwischen US- und Schweizer Staatsanleihen geführt, was als Annäherung an das sogenannte Carry gesehen werden kann. Damit wertete auch der CHF vs. den USD deutlich auf und USD/CHF erreichte ein neues Allzeittief. Ein Grossteil der künftigen USD-Dynamik hängt von den Inflationzahlen bis September ab, wann die nächste Fed-Sitzung stattfindet. Sollte die US-Inflation weiter abflauen, könnte das Fed im September die Zinserhöhung stoppen und seine Forward Guidance für nächstes Jahr ändern. Die Gefahr, diese konstruktive Message verfrüht zu liefern, ist jedoch gross. Zudem überraschten auch die US-Konjunkturdaten positiv. Das Beschäftigtenwachstum fiel im Juni zwar geringer aus als erwartet, aber der Arbeitsmarkt bleibt robust. Auch die Konsumentenstimmung verbesserte sich im Juli stärker als erwartet. Bei EUR/USD dürfte der USD weiterhin von der relativen wirtschaftlichen Dynamik profitieren. Die US-Daten überraschen weiterhin positiv, während die Daten aus der Eurozone enttäuschen. Zusätzlicher Gegenwind für die Eurozone kommt aus der schwachen Wachstumsbeschleunigung in China. Daher ist unsere kurz- und mittelfristige Sicht auf EUR/USD negativ.

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.