Perspektiven
Finanzmärkte

SwissLife Asset Managers

Oktober 2023

Zinsen und Anleihen
Wann greifen die Zinserhöhungen?

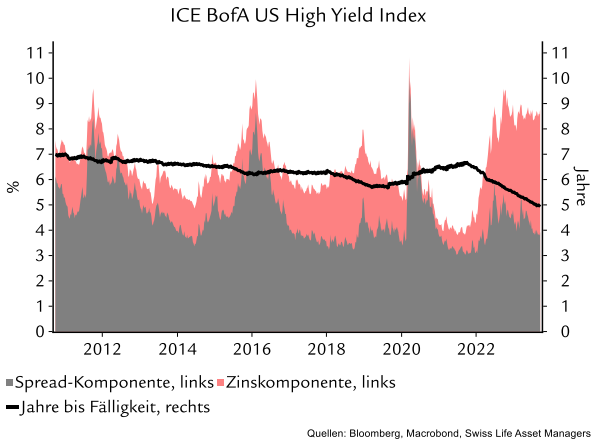
USA
- Die Zinsen steigen weiter und die Zinskurve wurde deutlich steiler. Die Rendite 30-jähriger Anleihen stieg im September um 45 BP, obwohl die Zentralbanken das Ende des Zinserhöhungszyklus andeuteten. Die Investment-Grade-(IG)-Spreads verengten sich um 2 BP, die High-Yield-(HY)-Spreads weiteten sich um 8 BP aus.
- Das Fed hielt die Zinsen stabil, aber Powell bestätigte die Politik «höherer Zinsen für längere Zeit». Die Märkte schienen darauf mit der Auspreisung von einigen Zinssenkungen für 2024 zu reagieren.

Eurozone
- Die Renditen zehnjähriger deutscher Bundesanleihen erreichten mit 2.8% ein neues Zyklushoch (+30 BP), begleitet von einer deutlichen Versteilung der Zinskurve. Trotz steigenden Renditen blieben die IG- und die HY-Spreads recht robust und verengten sich um 6 BP bzw. 19 BP.
- Die EZB überraschte die Märkte mit einem Zinsschritt von 25 BP und äusserte sich danach vergleichsweise taubenhaft angesichts der anhaltend hohen Kerninflation.

Vereinigtes Königreich
- Entgegen dem globalen Trend sanken die Renditen von Gilts bei der Zehnjahresmarke um 12 BP. Dies ist der kränkelnden Wirtschaft geschuldet: Produktions- und Dienstleistungs-Einkaufsmanagerindex deuten beide auf einen potenziellen Rückgang hin.
- Im September hielt die Bank of England die Leitzinsen konstant, was die Märkte angesichts der immer noch hohen Inflation überraschte.

Schweiz
- Die Renditen zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen verharrten zwischen 0.8% und 1.1% – ein Muster, das seit einem halben Jahr beobachtet wird –, da die Wirtschaft mit einer Inflation von unter 2% weiter schleicht.
- Die SNB liess ihren Leitzins bei einer Kern- und Gesamtinflation von unter 2% unverändert.

Anleihen werden fällig, Fremdkapitalkosten steigen



Bei der Inflationsbekämpfung setzen die Zentralbanken v. a. auf Zinsschritte, um die Fremdkapitalkosten zu erhöhen, Investitionen und Ausgaben zu drosseln und das Wachstum und in der Folge die Inflation zu dämpfen. Doch bisher blieb das Wachstum robust und die Inflation hoch. Ein wichtiger Grund für die verzögerte Transmission war die zuvor grosse Refinanzierungstätigkeit im langjährigen Tiefzinsumfeld, die es Firmen und Haushalten ermöglichten, billige Kredite mit längeren Laufzeiten aufzunehmen und ihre Cash-Reserven aufzustocken. Daher ist der Kreditbedarf bei den derzeit hohen Kosten gering. Die Neuemissionen gingen v. a. im HY-Sektor stark zurück und die mittlere Laufzeit erreichte ein Rekordtief. Doch viele Anleihen laufen bald aus und die Emittenten müssen sich wohl zu den aktuell sehr hohen Gesamtrenditen refinanzieren. Angesichts der restriktiven Fed-Politik können die Zinsen erst nach einem starken Anstieg der Kreditspannen deutlich sinken, doch ein solcher ist bisher bemerkenswerterweise nicht eingetreten. Wir halten eine Netto-Short-Position im Kreditrisiko, v. a. nach dem jüngsten Zinsanstieg, der eine Finanzierung für viele schwächere Emittenten verunmöglichen könnte. Bei der Duration tendieren wir zu einer Long-Position. Weitere kurzfristige Renditezunahmen sind zwar nicht auszuschliessen, aber allfällige Kreditereignisse würden wohl zu sinkenden Zinsen führen.

Aktien

Schärfere Korrektur durch restriktive Fed-Haltung

USA

- Der US-Markt büsste im September 5.2% ein, der Anstieg seit Jahresbeginn beträgt 12.6% (alle Daten per 26. September).
- Nach den Anstiegen der Aktienkurse dank der unerwartet starken Berichtssaison, gingen US-Aktien nun deutlich von ihren früheren Hochs zurück.
- Der Markt verspürte etwas Gegenwind, nachdem das Fed seine restriktive Haltung bestätigte, was die zehnjährigen US-Renditen weiter ansteigen liess. Die Bewertung des US-Aktienmarkts liegt immer noch über dem historischen Durchschnitt.

Eurozone

- Der Markt büsste im September 4.0% ein, seit Jahresbeginn legte er 9.3% zu.
- Die Berichtssaison lieferte unerwartet gute Ergebnisse. Die Eurozone enttäuschte aber mit schwachen Wirtschaftsdaten. Mehrere Länder stehen am Rande einer Rezession, v. a. Deutschland. Längerfristig bleiben Eurozonenaktien attraktiv bewertet.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt rentierte im September mit 3.1%, da die Bank of England von Zinsschritten absah. Seit Jahresbeginn legte der Markt 5.4% zu.
- Der britische Markt ist von allen grossen Industrieländern nach wie vor der am tiefsten bewertete, was wir aber als «Value Trap» ansehen.

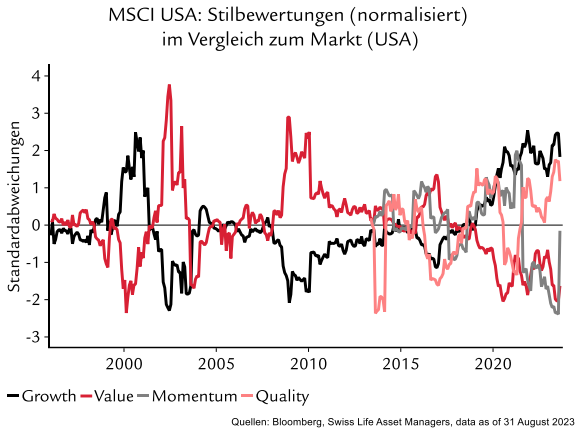
Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im September 1.9% ein und liegt seit Jahresbeginn noch 3.9% im Plus.
- Schweizer Aktien entwickelten sich v. a. aufgrund des geringeren Gewichts von zyklusabhängigen Firmen besser als ihre europäischen Pendants.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der zweitteuerste Markt.

Schwellenländer

- Der September fiel mit –3.2% enttäuschend aus. Seit Jahresbeginn legte der Markt 1.2% zu und liegt damit hinter den übrigen Aktienmärkten zurück.
- Wegen des weiterhin verhaltenen Wirtschaftswachstums Chinas, der erneuten Schwäche des chinesischen Immobilienmarkts und des erstarkten USD trugen chinesische Aktien zur negativen Entwicklung der Schwellenländer bei. Die von der chinesischen Regierung angekündigten Stimulierungsmassnahmen ging bisher zu wenig weit.

Grosse Unterschiede bei der Bewertung von Anlagestilen



Dieses Jahr sind die Performanceunterschiede zwischen Anlagestilen[1] wie «Growth», «Value», «Quality» und «Momentum» ausserordentlich gross. In den USA z. B. erzielte der «Growth»-Faktor seit Jahresbeginn eine Performance von 35%, «Value» legte nur 3% zu. Damit hält die «Growth»-Outperformance gegenüber anderen Anlagestilen seit der Finanzkrise an. Seit 2010 entwickelte sich «Growth» in 11 von 14 Jahren besser als «Value».

Aber nicht nur die Kurse weichen stark ab, auch die relative Bewertung entwickelte sich sehr unterschiedlich und liegt heute auf extremen Niveaus. Die relative Bewertung von «Growth» (vs. den breiten US-Markt) liegt heute fast zwei Standardabweichungen über ihrem historischen Mittel von null, diejenige von «Value» jedoch zwei Standardabweichungen unter dem historischen Mittel, was zu einer kombinierten Differenz von 4.5 Standardabweichungen führt.

Die Grafik zeigt, dass dies bisher nur in Krisenzeiten der Fall war, nie aber in «normalen» Märkten. Man sieht auch, dass sich die extremen Bewertungsdifferenzen in der Vergangenheit normalisierten: Jede besonders hohe und tiefe Bewertung kehrte in Richtung historisches Mittel zurück. Seit 2018 werden die Unterschiede immer grösser. Wenn wir der Geschichte glauben (was wir tun), liegt die Wahrscheinlichkeit, dass «Value» und «Momentum» im nächsten Konjunkturzyklus besser abschneiden als «Growth» und «Quality», bei deutlich über 50%.

[1] **Growth:** Fokus auf die Zukunftsaussichten einer Aktie und die allgemeine finanzielle Gesundheit und Stärke eines Unternehmens **Value:** Finden von Unternehmen, die unter ihrem realen Wert gehandelt werden, bevor der breitere Markt dies tut **Quality:** Fokus auf Unternehmen mit starken Fundamentaldaten wie hoher Eigenkapitalrendite, geringer Fremdfinanzierung und stabilem Gewinnwachstum **Momentum:** Nutzung von Auf- oder Abwärtstrends bei den Kurs- und den Ertragsaussichten einer Aktie

Währungen

USD bleibt für längere Zeit stark

USA

- Die USD-Stärke hielt im September an. Der USD wertete vs. alle Hauptwährungen auf, am meisten vs. GBP und CHF.
- Wir bleiben bei unserer positiven USD-Sicht für nächsten Monat und das nächste Quartal. Der US-Zinsvorteil («Carry») dürfte signifikant bleiben und den USD stützen.

Eurozone

- Der EUR/USD-Wechselkurs setzte seinen Abwärtstrend im September fort und fiel unter 1.06. Die Wirtschaftsdaten aus der Eurozone enttäuschen erneut. Trotz der Zinserhöhung durch die EZB und der Pause des Fed im September stützt das US-Realzins-Carry den USD weiterhin.
- Unsere Ein- und unsere Dreimonatssicht auf EUR/USD bleiben negativ und der EUR dürfte sich nächstes Quartal vs. GBP und CHF seitwärts bewegen.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP büsste vs. USD im September rund 4% ein und entwickelte sich von den G10-Währungen am schlechtesten. Das GBP geriet unter Verkaufsdruck, nachdem die Bank of England an ihrer Septembersitzung die Zinsen überraschend unverändert gelassen hatte. Der Markt hatte einen weiteren Zinsschritt eingepreist.
- GBP/USD dürfte nächsten Monat und im nächsten Quartal nach unten tendieren.

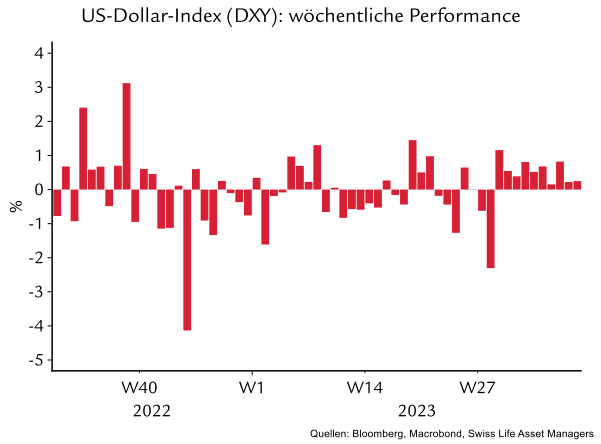
Schweiz

- USD/CHF setzte seinen Anstieg im September fort und notierte wieder bei über 0.90. EUR/CHF legte nach der SNB-Sitzung, als die SNB die Zinsen unverändert liess, stark zu. Der Markt hatte erwartet, dass die SNB der EZB mit einem weiteren Zinsschritt folgen würde.
- Für nächsten Monat und das nächste Quartal halten wir an unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF fest.

Japan

- USD/JPY legte im September um 2.5% zu. Der Einbruch im Juli war somit nur kurzlebig in einem offenbar ungebrochenen Aufwärtstrend von USD/JPY.
- Wir halten dies jedoch für übertrieben und erwarten für das nächste Quartal eine Wende. Daher sind unsere Einmonats- und unsere Dreimonatssicht auf USD/JPY nun negativ.

USD-Stärke nimmt kein Ende



Die USD-Stärke war in den letzten Monaten besonders ausgeprägt: Der USD-Index legte in den letzten zehn Wochen ohne Unterbruch zu. Ein entscheidender Faktor in den letzten Monaten waren die grossen Renditedifferenzen zwischen den am höchsten und den am tiefsten rentierenden Währungen, was heisst, dass die Anleger auf «Carry-Suche» waren. In diesem Umfeld wirkte der USD attraktiv, da er eine hohe Rendite und defensive Eigenschaften bietet, was ihn auch in Zeiten verhaltener Risikostimmung attraktiv macht. Zudem profitierte der USD von relativ günstigen Wirtschaftsdaten aus den USA. Auch die jüngsten Zentralbankentscheidungen stützten den USD, obwohl das Fed an seiner letzten Sitzung die Zinsen unverändert liess, was der Markt weithin erwartet hatte. Die SNB und die Bank of England schlossen sich an und liessen ihre Zinsen ebenfalls unverändert. Anders als beim Fed hatte der Markt eine Zinserhöhung durch diese Zentralbanken eingepreist, was bei CHF und GBP vs. USD zu einem Ausverkauf führte. Obwohl die EZB im September die Zinsen wie vom Markt erwartet um 25 BP anhob, konnte das höhere Carry den EUR vs. den USD nicht aufwerten. Die straffere Geldpolitik vor dem Hintergrund eines schwächeren Wachstums in der Eurozone überwog die positiven Effekte einer abnehmenden Renditedifferenz zwischen den USA und der Eurozone. Der USD dürfte noch länger stark bleiben, weil die genannten Faktoren den USD im nächsten Quartal weiter stützen werden. Zudem könnten sich die Deflationsrisiken in China stärker auf den Inflationspfad der Eurozone auswirken als in den USA, sodass sich die EZB rascher moderater zeigen könnte. Dies wirkt sich zwar positiv auf die schwächelnde Wirtschaft aus, führt aber wieder zu einer grösseren Renditedifferenz.

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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.