

Mai 2024

Zinsen und Anleihen

Inflation stellt Zinssenkungen infrage

Übersicht Anleiberenditen und -Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	April 2024*	Year-to-date*	Aktuell	April 2024*	Year-to-date*
US	4.6%	44 BP	76 BP	90 BP	0 BP	-9 BP
Eurozone	2.6%	29 BP	57 BP	112 BP	-2 BP	-26 BP
UK	4.3%	40 BP	80 BP	121 BP	2 BP	-18 BP
CH	0.7%	12 BP	9 BP	78 BP	-1 BP	-5 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE. * Entwicklung bis 24. April.
Quelle: Bloomberg

USA

- Überraschend hohe Inflations- und Wirtschaftsdaten trieben die Renditen auf Staatsanleihen nach oben, während die Kreditspannen stabil blieben in der Hoffnung, dass das höhere nominale Wachstum den Unternehmensgewinnen zugutekommt.
- Das Fed zog einige seiner Äusserungen zurück, die auf eine expansivere Geldpolitik hindeuteten.

Eurozone

- Ähnlich in Europa: höhere Renditen auf Staatsanleihen, aber relativ stabile Kreditspannen trotz der Verkaufswelle bei Aktien infolge der geopolitischen Spannungen im Nahen Osten.
- Angesichts des gedämpften Wachstums und der sinkenden Inflation erwarten wir weiterhin eine erste EZB-Zinssenkung im Juni.

Vereinigtes Königreich

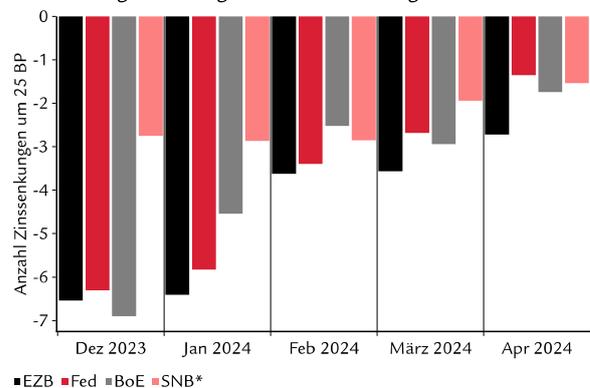
- Der unerwartet starke Einkaufsmanagerindex für Dienstleistungen und eine positive Inflationsüberraschung sorgten für stark ansteigende Staatsanleiherenditen, weil die Märkte für 2024 nun nur noch zwei Senkungen durch die Zentralbank erwarten.

Schweiz

- Wie ihre globalen Pendanten legten die Renditen auf Schweizer Staatsanleihen im April zu, die Kreditspannen blieben praktisch unverändert.
- Die März-Inflationsrate von 1% untermauerte die Zinssenkung der SNB und wir rechnen mit einer weiteren Senkung später im Jahr.

Märkte erwarten Zinssenkungen trotz steigender Inflation

Zinssenkungserwartungen bis Dez. 2024 für grosse Zentralbanken



Obwohl die Inflation Anfang 2024 weiterhin über dem 2%-Ziel lag, preisten die Anleger zunächst bis zu sieben Zinssenkungen 2024 durch Fed, BoE und EZB ein. Die Finanzanlagen erholten sich, da sie positiv auf die Lockerung der Finanzbedingungen und die robusten Wachstumssignale reagierten. Aber wie sagt man? Man kann nicht auf zwei Hochzeiten gleichzeitig tanzen. Im April legten die Renditen zehnjähriger US-Treasuries aufgrund hartnäckiger Inflation um 50 Basispunkte zu. Gleichzeitig mussten die Märkte eine grosse Menge neuer US-Treasuries aufnehmen, um das hohe Defizit der US-Regierung zu finanzieren. Weitere Renditeanstiege würden Risikoanlagen und das Wirtschaftswachstum treffen. Auf den aktuellen Niveaus ist dies aber nicht unser Basisszenario. Das Finanzministerium hat Hebel, um die Emissionszusammensetzung anzupassen, um den Druck auf Staatsanleihen zu mindern. Angesichts der US-Wahlen 2024 liegt es im Interesse der aktuellen Regierung, die Stabilität der Märkte und der Wirtschaft aufrechtzuerhalten. Wir empfehlen daher keine starke Risikountergewichtung und bleiben neutral. Die Zinsen könnten die Höchststände von 2023 noch einmal versuchen zu erreichen und zusammen mit dem wachsenden Inflationsdruck und der steigenden Schuldemission ein Risiko für unsere Sicht sein. Bei der Duration dürften einige dieser Risiken bereits auf den aktuellen Niveaus eingepreist sein.

Aktien

Rückschlag im April, kommt noch mehr?

Übersicht Aktienmarktperformance

	April 2024*	Year-to-date*
USA	-3.5%	6.4%
Eurozone	-1.2%	8.9%
Vereinigtes Königreich	1.4%	5.5%
Schweiz	-2.2%	3.3%
Schwellenländer	-0.7%	1.7%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.
* Entwicklung bis 24. April. Quelle: Bloomberg

USA

- Aufgrund höherer Inflation, weniger erwarteter Zinssenkungen, steigender Zinsen und erhöhter geopolitischer Unsicherheit büsste der US-Aktienmarkt im April 3.5% ein.
- Die ersten Ergebnisse der gerade gestarteten Berichtssaison waren gut, aber für die Anleger nicht allzu beeindruckend.
- Die Bewertung des US-Markts liegt weit über dem historischen Mittel und über der anderer Märkte.

Eurozone

- Mit -1.2% performte der europäische Aktienmarkt auch im April besser als der US-Markt.
- Der europäische Markt ist nun neutral bewertet.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt zeigte sich mit einem kleinen Plus im April einmal mehr defensiv. Er hat nun auch bei der Performance seit Jahresbeginn aufgeholt.
- Er profitiert weiterhin von einer tiefen Bewertung und einer hohen Dividendenrendite von 3.9%.

Schweiz

- Der Schweizer Markt sank im April um 2.2% und hinkt seit Jahresbeginn den übrigen Hauptmärkten hinterher. In der zweiten Aprilhälfte entwickelte sich Novartis und Nestlé gut und stützten den Markt.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der zweitteuerste Markt.

Schwellenländer

- Trotz ihres eher zyklischen Charakters entwickelten sich die Schwellenländeraktien im April relativ robust, waren aber seit Jahresbeginn schwach. Da der türkische Markt um fast 30% stieg und der brasilianische über 5% verlor, sind die Performanceunterschiede zwischen den Schwellenländern gross.
- Schwellenländer sind beinahe neutral bewertet.

Die Märkte und erste Leitzinssenkungen

Die SNB senkte die Zinsen bereits um 25 BP. Die EZB dürfte im Juni damit beginnen und in den USA implizieren Fed Funds Futures derzeit zwei Senkungen für 2024. Die wirtschaftlichen Effekte dieser Senkungen auf den Aktienmarkt bleiben unklar. In der Regel erfolgen Zinssenkungen bei Abschwüngen und sinkender Inflation. Daher haben tiefere Diskontsätze einen positiven Effekt, der aber gegen die negativen Effekte eines potenziell schwächeren oder gar negativen Gewinnwachstums abgewogen werden muss. Zudem müssen wir uns fragen, wie die Bewertung reagieren könnte. Historisch war die Marktreaktion auf die erste Zinssenkung von den vorherrschenden Wirtschaftsbedingungen abhängig (siehe Tabelle). War die erste Zinssenkung mit einer Rezession verbunden, war die mittlere Marktreaktion (Performance von Aktien vs. Anleihen) negativ. Kam es hingegen zu einer sanften Landung, war die Marktreaktion im Mittel positiv.

USA: Aktien- vs. Anleiheperformance bei erster Zinssenkung

Erste Senkung	Letzte Senkung	Rezession	Performance Aktien vs. Anleihen 12 Monate nach erster Senkung
Sep-84	Feb-88	Nein	-7%
Jun-89	Sep-92	Ja	12%
Jul-95	Nov-98	Nein	26%
Jan-01	Jun-03	Ja	-9%
Sep-07	Dez-08	Ja	-24%
Aug-19	Mär-20	Ja	-5%

Quelle: Goldman Sachs

Die mittlere relative Performance mit anschliessender Rezession betrug -7%, diejenige ohne Rezession lag bei 10%. Vor allem war nur in einem der beiden Fälle die relative Zwölf-Monats-Performance von Aktien positiv. Insgesamt werden bei der Reaktion auf die erste Zinssenkung Aktien Anleihen nicht vorgezogen. Auffallend ist aber, dass Aktien seit 1970 in den sechs Monaten nach der ersten Zinssenkung im Mittel 9% zulegen. Die Bewertung des US-Markts für die darauffolgenden zwölf Monate hängt auch von den Wirtschaftsbedingungen ab. In Fällen ohne Rezession stieg die Bewertung um 18%, in Rezessionen überraschenderweise immer noch um 5%. Auch in der Eurozone stieg die Bewertung um 19% (immer war die Zinssenkung mit einer Rezession verbunden). Dies zeigt, dass die Gewinne in einer Rezession einbrechen und der darauffolgende Bewertungsanstieg den positiven Effekt der tieferen Zinsen nicht ganz wettmacht. Also drängt sich bei ersten Senkungen auf sehr kurze Sicht eine vorsichtige Einschätzung der Aktienmärkte auf.

Währungen

Geldpolitische Divergenz hat den USD weit gebracht

Übersicht Hauptwährungen

	April 2024*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	-0.8%	-3.1%	➔
EUR/CHF	0.6%	5.4%	⬇
GBP/USD	-1.3%	-2.1%	➔
USD/JPY	2.6%	10.1%	➔

* Entwicklung bis 24. April. Quelle: Bloomberg

USA

- Der April war von USD-Stärke geprägt. Der USD wertete vs. alle Hauptwährungen auf und legte handelsgewichtet 1.3% zu.
- Das Potenzial für weitere USD-Stärke im Mai ist für uns beschränkt (siehe Text rechts).

Eurozone

- Der EUR wertete im April vs. USD ab, wertete aber nach einer Schwächephase zur Monatsmitte vs. CHF auf.
- Die EZB scheint die Zinsen erstmals im Juni senken zu wollen. Dies ist von den Finanzmärkten bereits voll eingepreist. Daher ist unsere Sicht auf EUR vs. USD nun neutral und wir bleiben bei unserer negativen Sicht auf EUR vs. CHF.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP wertete im April vs. USD ab und litt auch unter der geldpolitischen Divergenz. Die Fähigkeit der Bank of England, die Zinsen vor dem Fed zu senken, wurde vom Markt infrage gestellt, aber Gouverneur Bailey betonte jüngst die Unabhängigkeit der BoE von anderen Zentralbanken.
- Die USD-Stärke vs. GBP dürfte im Mai verblassen und daher ist unsere Sicht auf GBP vs. USD neutral.

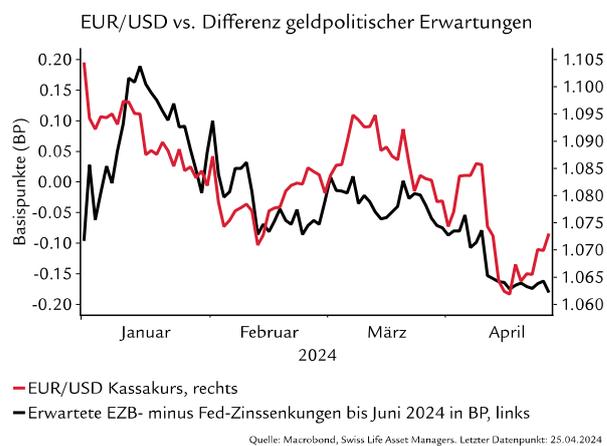
Schweiz

- Wir bezweifeln die Einpreisung einer weiteren SNB-Zinssenkung im Juni durch die Märkte und gehen deshalb davon aus, dass der EUR-Zinsvorteil abnimmt. Wir sehen daher einen Rückgang für EUR/CHF im Mai.

Japan

- Die JPY-Schwäche hielt im April an, mit JPY vs. den USD als schlechtester Performer der Hauptwährungen. Wir passen unsere Einmonats-USD/JPY-Sicht von negativ auf neutral an, aber aufgrund begrenzter USD-Stärke anstatt erwarteter JPY-Stärke.

USD-Aufwertung dürfte im Mai pausieren



Die Devisenmärkte wurden durch die zunehmende Divergenz der geldpolitischen Erwartungen zwischen dem Fed und anderen grossen Zentralbanken, allen voran der Europäischen Zentralbank, bestimmt. Die veröffentlichte US-Inflationsrate vom April war für die Märkte ein zentrales Ereignis, weil der Preisdruck grösser war als erwartet. Rund 70 BP an Senkungen durch das Fed waren für dieses Jahr vor der Veröffentlichung der Inflationzahlen eingepreist, heute sind es noch rund 40 BP. Zwar sind die Zinssenkungserwartungen für das Fed gesunken, aber EZB-Präsidentin Lagarde kommunizierte recht klar, dass die EZB bereit sei, ihren Leitzins im Juni erstmals zu senken. Die wachsende Kluft bei den Zinserwartungen zwischen den USA und der Eurozone führte zu einer weiteren Aufwertung des USD, da der höhere erwartete Zinsertrag, das sogenannte Carry, die Nachfrage nach der Währung stützt. Neben dem Carry-Vorteil profitierte der USD auch von Zuflüssen in «sichere Häfen», da die geopolitischen Spannungen hoch blieben. Dadurch bildeten sich im Markt grosse USD-Long-Positionen. Wir halten daher angesichts der bereits grossen USD-Long-Position das Potenzial für weitere USD-Stärke im Mai für beschränkt. Daher passen wir unsere Einmonatssicht auf EUR/USD von negativ auf neutral an. Der Markt dürfte die aktuell eingepreisten geldpolitischen Erwartungen noch weiter validieren müssen, um eine deutliche weitere USD-Aufwertung zu generieren. Das Risiko für diese Sicht besteht darin, dass sich die geldpolitische Divergenz umkehrt, d. h., dass die EZB die Zinssenkung vom Juni vom Tisch nimmt. Eine überraschend starke Abschwächung der US-Daten könnte einen ähnlichen Effekt haben.

Asset Allocation

Kippt die Stimmung ins Negative?

Rückblick

- Nach der starken März-Performance korrigierten die Aktienmärkte im April spürbar.
- Das erhöhte Risiko des Israel-Iran-Konflikts spielte zwar eine Rolle, aber der Haupttreiber der Korrektur war, dass das Fed wegen der starken Wirtschaftsdaten die Zinsen nicht so schnell senken dürfte.
- Die Korrektur half den Staatsanleihen nicht, denn starke Wirtschaftsdaten trieben auch die Anleiherenditen nach oben. Daher waren die Erträge ebenfalls negativ, jedoch weniger stark als bei Aktien.
- Die Kreditspannen waren volatil, legten aber nur leicht zu. Während globale Investment-Grade-Firmenanleihen schlechter abschnitten als Staatsanleihen, entwickelten sich High-Yield-Anleihen aufgrund der geringeren Duration und der sehr geringen Spread-Ausweitung überraschend besser als Staats- und Investment-Grade-Anleihen.

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

Anlageklasse	Aktive Gewichtung
Globale Staatsanleihen	Übergewichtung
Globale IG-Unternehmensanleihen	Untergewichtung
Anleihen Emerging Markets	Untergewichtung
Globale Aktien	neutral

IG = Investment-Grade. Quelle: Swiss Life Asset Managers

- Die bisherige leichte Korrektur im April dämpfte zwar die Überbewertung des Aktienmarkts, ihre Auswirkung bleibt aber minimal. Zudem schmälerten die höheren Anleiherenditen die relative Attraktivität von Aktien vs. Anleihen. Gleichzeitig wurden Staatsanleihen in den USA und vor allem in der Eurozone aufgrund der schwächeren Konjunktur attraktiver, was zu einem früheren Kurswechsel in der Geldpolitik führen könnte. Insbesondere steigen die Erwartungen an eine Zinserhöhung durch das Fed anstelle einer Zinssenkung. Wir halten dieses Szenario jedoch für genauso unwahrscheinlich wie die Erwartung einer früheren und stärkeren Zinssenkung.
- Die Kreditspannen legten überraschend wenig zu. Daher bleibt die Anlageklasse für uns unattraktiv.
- Wir bleiben bei Aktien insgesamt neutral und sind in Firmenanleihen zugunsten von Staatsanleihen untergewichtet. Aktien bleiben anfällig. Die Marktreaktion z. B. auf die enttäuschenden Gewinnankündigungen von Tesla signalisiert, dass sich die Stimmung verschlechtert hat, aber noch nicht gekippt ist.

Sollten wir uns Gold ansehen?

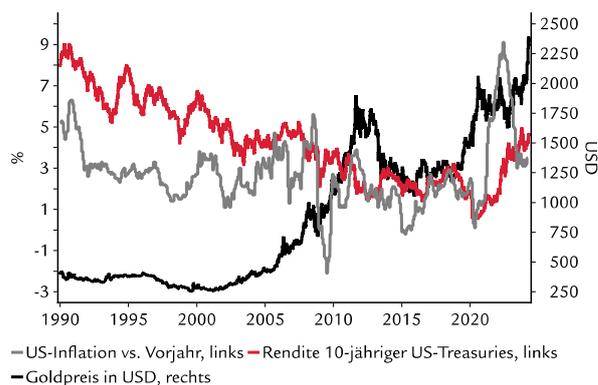
Bei politischen Krisen gilt Gold oft als ultimativer «sicherer Hafen». Die jüngsten Preisentwicklungen scheinen dies zu bestätigen: Seit Anfang Jahr hat sich der Goldpreis je nach Währung zwischen 12% und 18% erhöht. Sollten wir uns also Gold ansehen?

Zunächst müssen wir Gold aus finanzieller Sicht verstehen. Obwohl eigentlich ein Rohstoff, sollte Gold als Währung betrachtet werden. Doch im Vergleich zu «normalen» Währungen wie CHF, EUR und USD hat Gold einige spezifische Eigenschaften:

1. Es wird nicht von einer Zentralbank ausgegeben. Die Goldmenge ist fix, obwohl nicht ganz bekannt.
2. Die Zentralbanken halten grosse Beträge als Reserven und können wegen des begrenzten Angebots vorübergehend die Preise beeinflussen, indem sie diese Reserven ändern.
3. Abgesehen von den Erträgen, die durch Goldleihe erzielt werden können, hat Gold weder einen Zinsertrag noch erwirtschaftet es eine langfristige positive reale Rendite wie Aktien und Anleihen.

Insgesamt heisst dies, dass steigende globale Inflation und Zentralbanken, die nicht willens oder nicht in der Lage sind, sie zu kontrollieren, ein günstiges Umfeld für Gold ist. Es gibt auch andere ökonomische Regime, in der Gold profitieren sollte, aber diese sind in der Regel spezifisch und temporär und wir sind unseres Erachtens nicht in einem solchen in diesem Jahr.

Goldpreis, Rendite 10-jähriger US-Treasuries und US-Inflation



Vor allem die USD-Zinsen stiegen stark und obwohl die Inflation teils nicht mehr sinkt, ist ein dramatischer Kurswechsel unwahrscheinlich. Dies erinnert an 2011, als die Zinsen sanken und die Inflation einen temporären Peak erreichte. Der Goldtrend dürfte daher stoppen oder gar korrigieren, sofern es keine Überraschung bei der Inflation und der Geldpolitik gibt.

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



José Antonio Blanco
CIO Third Party Asset Management
Head Multi Asset
joseantonio.blanco@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 liegende 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.