

Juni 2024

## Zinsen und Anleihen

Wie tief können die Spreads sinken?

### Übersicht Anleihenrenditen und Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Mai 2024*	Seit Jahresbeginn*	Aktuell	Mai 2024*	Seit Jahresbeginn*
US	4.6%	-11 BP	69 BP	86 BP	-1 BP	-13 BP
Eurozone	2.6%	6 BP	63 BP	109 BP	-3 BP	-29 BP
UK	4.3%	0 BP	82 BP	114 BP	-7 BP	-25 BP
CH	0.8%	14 BP	18 BP	78 BP	0 BP	-4 BP

Rendite 10-jähriger Staatsanleihe Eurozone = DE. \* Änderung per 28. Mai.  
Quelle: Bloomberg

### USA

- Die US-Wirtschaftsdaten enttäuschten im Mai die Markterwartungen, zeigten sich aber weiter robust.
- Die erste vom Markt eingepreiste Leitzinssenkung wurde vom Juni auf den Dezember verschoben.

### Eurozone

- Die Eurozone scheint die Talsohle erreicht zu haben. Die Konjunkturdaten überraschten positiv, wenn auch von tiefen Niveaus aus.
- Die meisten EZB-Sprecher bestätigten eine erste Zinssenkung für Juni, und die Anleger preisen angesichts der schwächeren Inflations- und Wachstumsaussichten für die Eurozone eine zweite Senkung später in diesem Jahr ein.

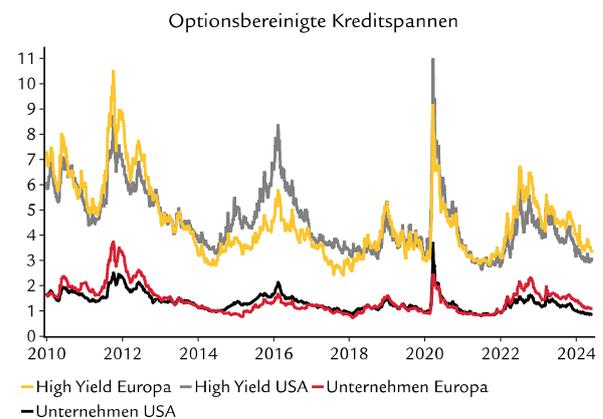
### Vereinigtes Königreich

- Die britische Wirtschaft erholt sich. Umfragen deuten auf Expansion in der Industrie und die wirtschaftlichen Überraschungen schiessen in die Höhe.
- Sowohl Verbraucher- wie Erzeugerpreisinflation überraschten positiv und lagen weiterhin über dem Ziel von 2%. Die Märkte erwarten für 2024 von der Bank of England nur noch eine Zinssenkung.

### Schweiz

- Die Schweiz verzeichnete einen überraschend starken Rückgang des Produktions-PMI, während Produzenten- und Importpreise positiv überraschten.
- Die Anleger passten ihren Ausblick für den geldpolitischen Kurs der SNB an und rechnen nun für 2024 nur noch mit einer weiteren Zinssenkung.

### Risikoanlagen bei Kreditanlegern weiterhin beliebt



Kreditnehmer kaufen weiterhin Risikoanlagen auf, wodurch die US-Spreads auf ein Niveau fallen wie zuletzt im zweiten Halbjahr 2021, als die Zinsen weitgehend negativ waren. Die Euro-Kreditspannen bleiben aufgrund des relativ schwächeren Wirtschaftsausblicks über diesem Niveau, aber der Risikoappetit der Anleger bleibt, wie die grosse Nachfrage nach High-Beta-Segmenten wie hybriden Firmenanleihen und nachrangigen Finanztiteln zeigt. Trotz grossem Emissionsvolumen werden neue Anleihen gut absorbiert und entwickeln sich im Sekundärhandel überdurchschnittlich. Wir nehmen das günstige Wirtschaftsumfeld und die erwartete geldpolitische Lockerung zur Kenntnis, halten aber die aktuellen Bewertungen für hoch und bleiben beim Kreditrisiko neutral. Eine Rezession bleibt auf kurze Sicht unwahrscheinlich, aber eine erneute Inflationsbeschleunigung ist ein grosses Risiko. Sollten die Zentralbanken gezwungen sein, von ihrer Lockerungs-Rhetorik abzuweichen, könnte die Volatilität zunehmen und die Spreads könnten sich ausweiten. Auch die Zinsmärkte zeigen sich bei den Risiken etwas selbstgefällig: Der MOVE-Index (Volatilitätsindex für US-Zinsen) hat ein Niveau erreicht, das zuletzt vor Beginn des Zinserhöhungszyklus des Fed erreicht wurde. Insgesamt bleiben die Renditen attraktiv und wir empfehlen eine neutrale Durationspositionierung.

# Aktien

Im April runter, im Mai rauf: Ist das Marktresilienz?

## Übersicht Aktienmarktperformance

	Mai 2024*	Seit Jahresbeginn*
USA	5.4%	11.4%
Eurozone	3.6%	12.0%
Vereinigtes Königreich	1.6%	8.7%
Schweiz	5.2%	7.9%
Schwellenländer	4.3%	7.2%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.  
\* Performance per 28. Mai. Quelle: Bloomberg

### USA

- Der US-Aktienmarkt hatte einen starken Monat und legte im Mai 5.4% zu. Er erholte sich kurz nachdem das Fed einstimmig beschlossen hatte, die Leitzinsen zum sechsten Mal in Folge stabil zu halten.
- Die Bewertung des US-Aktienmarkts liegt weit über dem historischen Durchschnitt und über derjenigen anderer Märkte.

### Eurozone

- Obwohl die Konjunktur in der Eurozone im Mai so schnell anzog wie seit einem Jahr nicht mehr, legte der europäische Aktienmarkt nur 3.6% zu und blieb im Mai hinter dem US-Markt zurück.
- Der europäische Markt ist aktuell günstiger bewertet als der US-Markt.

### Vereinigtes Königreich

- Nach einem starken April entwickelte sich der britische Markt im Mai deutlich unter allen anderen Märkten, trotz einer seit Jahresbeginn weiterhin soliden Performance.
- Er profitiert weiterhin von einer tiefen Bewertung und einer hohen Dividendenrendite von 3.9%.

### Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt legte im Mai 5.2% zu und war damit der zweitbeste Performer des Monats. Seit Jahresbeginn hinkt er jedoch anderen Industrieländern hinterher.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der zweitteuerste Markt.

### Schwellenländer

- Schwellenländeraktien hielten sich im Mai recht gut, bleiben aber seit Jahresbeginn sehr schwach.
- Trotz starker Performance im April und anfänglichem Optimismus im chinesischen Aktienmarkt setzte sich die positive Entwicklung im Mai nicht fort.
- Schwellenländeraktien sind fast neutral bewertet.

## Vom Absturz im April zu historischen Hochs im Mai

Nach einer dramatischen Wende erholten sich die Aktienmärkte von ihrem starken Einbruch im April 2024 und erreichten im Mai neue Allzeithochs. Marktanalysten führten den Abschwung auf steigende Zinsen, geopolitische Spannungen, Unsicherheiten der Anleger bezüglich der globalen Konjunktur und die hartnäckige Inflation zurück. Im Mai hingegen performten die Aktienmärkte v. a. wegen unerwartet guter Q1-Ergebnisse und geringerer Inflations Sorgen stark, was das Anlegervertrauen und die Marktkäufe beflügelte. Trotz der starken Erholung folgten namhafte Firmen wie Nvidia im Rahmen ihres zuvor etablierten Markteinflusses diesem Trend nicht, auch wenn sie robuste Finanzergebnisse vorweisen konnten. Die Firma gab bekannt, dass der Quartalsumsatz im Jahresvergleich um mehr als 265% gestiegen ist, was auf die anhaltende Nachfrage nach KI-Produkten zurückzuführen ist. Der Erfolg von Nvidia schlug sich jedoch nicht im breiteren Markt nieder. Nach den starken Ergebnissen stieg der Aktienkurs von Nvidia um 15%, was sich aber nicht wesentlich auf die allgemeinen Marktindizes auswirkte.

## Führende Firmen mit weniger Markteinfluss

Name	Währung	1-Tages-Performance per 23.05.2024
NVIDIA	USD	9.3%
MSCI World Index	USD	-0.6%
MSCI World Equal Weighted Index	USD	-0.7%

Quelle: Bloomberg

Die Erholung des Aktienmarkts im Mai 2024 auf neue Allzeithochs steht für ein komplexes Zusammenspiel von Anlegerstimmung und Konjunkturindikatoren. Trotz der starken Performance von Nvidia war der Einfluss auf den breiteren Markt verhalten, was zeigt, dass selbst führende Firmen manchmal nur beschränkten Einfluss auf den Markt ausüben. Nvidia lag kürzlich in der Gewichtung im MSCI World Index auf dem zweiten Platz, vor Apple und hinter Microsoft. Künftig sollten Anleger neben der Performance einzelner Aktien auch die allgemeinen Wirtschaftstrends im Auge behalten, um sich im Aktienuniversum zurechtzufinden, und bei potenziellen Marktunsicherheiten und veränderten Konjunkturindikatoren vorsichtiger vorgehen. Zudem liegt die fundamentale Bewertung klar über dem historischen Mittel, weil die Bewertungen seit Jahresbeginn wegen der starken Aktienrally weiter gestiegen sind. Daher hat sich die relative Attraktivität von Aktien vs. Anleihen nicht verbessert, sodass wir die Anlageklasse negativ bewerten.

# Währungen

USD-Stärke legt Pause ein

## Übersicht Hauptwährungen

	Mai 2024*	Seit Jahresbeginn*	Einmonatssicht
EUR/USD	1.6%	-1.8%	➔
EUR/CHF	0.8%	6.4%	➔
GBP/USD	2.0%	0.1%	➔
USD/JPY	-0.3%	11.5%	➔

\* Performance per 28. Mai. Quelle: Bloomberg

### USA

- Im Mai schwächte sich der USD durchs Band ab und wertete vs. alle Hauptwährungen ab. Die USD-Abwertung war vs. NOK am stärksten (-5.2%).
- Der EUR gewann vs. den USD im Mai etwas an Boden, weil die Markterwartungen für Zinssenkungen durch das Fed 2024 und 2025 stabil blieben und die Märkte nun bis Jahresende weniger EZB-Zinssenkungen erwarten.

### Eurozone

- Der EUR wertete vs. den USD im Mai 1.4% auf. EUR/CHF kletterte in der zweiten Maihälfte über 0.99, aber der EUR büsste Ende Monat einen Teil seiner Gewinne wieder ein.
- Unsere Sicht auf EUR vs. USD bleibt neutral; dies gilt nun auch für unsere Sicht auf EUR vs. CHF (siehe Text rechts).

### Vereinigtes Königreich

- Das GBP wertete vs. den USD im Mai auf, weil unerwartet starke Inflationszahlen und der nach wie vor hohe Druck am Arbeitsmarkt den Markt daran zweifeln liessen, dass die Bank of England die Zinsen bereits diesen Sommer senken wird.
- Wir bleiben daher für den kommenden Monat bei unserer neutralen Sicht auf GBP vs. USD.

### Schweiz

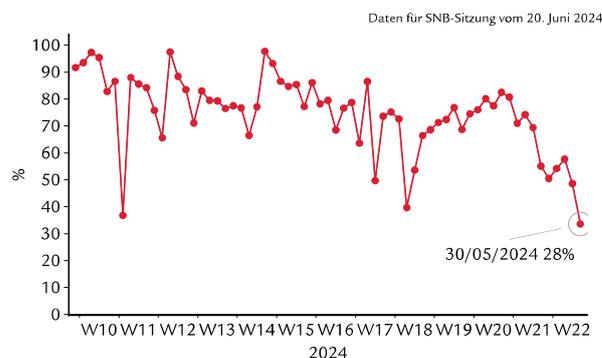
- Der CHF wertete vs. den USD im Mai 1.3% auf, während er gegenüber dem EUR etwas an Boden einbüsste.
- Unsere Sicht auf EUR vs. CHF ist nun neutral.

### Japan

- Die JPY-Schwäche stabilisierte sich im Mai: Der JPY büsste vs. den USD nur 0.5% ein, was ihn vs. USD zum zweitbesten Performer macht.
- Wir bleiben beim JPY vs. USD neutral.

## EUR/CHF ohne klare Richtung

Wahrscheinlichkeit einer Senkung des SNB-Leitzinses um 25 Basispunkte



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 30/05/2024

EUR/CHF legte im Mai weiter zu und kletterte kurz über 0.99 und damit auf den höchsten Stand seit über einem Jahr, um in den letzten Maitagen die Gewinne teilweise wieder einzubüssen. Der Aufwärtstrend war einerseits auf das aktuelle Risikoumfeld zurückzuführen, das von geringer Volatilität geprägt ist. Im aktuellen Umfeld ist die typische Fluchtwährung CHF angesichts ihrer relativ tiefen Zinsen trotz bereits ausgehnter Short-Position eine attraktive Finanzierungswährung. Andererseits begünstigen starke Konjunkturdaten in Industrieländern das risikoarme Umfeld. Die Eurozone und die Schweiz verzeichneten solide Q1-BIP-Zahlen, was zeigt, dass die Eurozone ihren Weg aus der technischen Rezession von 2023 gefunden hat. Zudem deuten jüngste Umfragen wie die Einkaufsmanagerindizes (PMI) auf eine verbesserte Zukunftsstimmung hin. Auch die Inflation geht weiter zurück und ebnet den Weg für eine erste Zinssenkung durch die EZB im Juni. Zwei Zinssenkungen der EZB sind von den Märkten für dieses Jahr bereits voll eingepreist. Die SNB senkte den Leitzins bereits im März um 25 BP. Die Märkte rechneten für 2024 bis noch vor Kurzem mit zwei weiteren Zinssenkungen der SNB, aber die Markteinpreisung bewegte sich per Ende Mai in Richtung unserer Erwartung von nur einer weiteren Zinssenkung im Jahr 2024 und kam gar darunter zu stehen. Dies führte dazu, dass der CHF die Verluste vs. den EUR teilweise wieder wettmachte. Trotz der jüngsten Anpassung der geldpolitischen Erwartungen für die SNB ging der EUR-Zins-Vorteil jedoch nicht stark zurück, da auch die EUR-Zinsen anstiegen. Im Juni fehlt es EUR/CHF an einem klaren Wegweiser und unsere Sicht auf das Währungspaar ist neutral.

# Asset Allocation

Verkauf im Mai?

## Rückblick

- Der Mai war ein «Risk-on»-Monat. Die Aktienmärkte hielten sich in allen Regionen und Stilen recht gut, obwohl grosse Wachstumsfirmen besser abschnitten als der Rest.
- Diese positive Entwicklung ist vor allem auf die gute Q1-Berichtssaison in den USA zurückzuführen. Die Wirtschaftsdaten waren gemischt, signalisierten aber, dass die US-Wirtschaft nach wie vor stark ist und sich Kontinentaleuropa spürbar verbessert hat. Folglich war die zweite Monatshälfte volatil, weil wieder Zweifel an einer bevorstehenden Lockerung der Geldpolitik aufkamen.
- Der resultierende Renditeanstieg wirkte sich negativ auf Anleihen aus, v. a. bei CHF-Anleihen, aber die Kreditspannen verengten sich weiter. Unternehmensanleihen, darunter High-Yield- und Schwellenländeranleihen, entwickelten sich daher besser als Staatsanleihen.
- Der CHF wertete vs. USD auf, wertete aber vs. EUR ab, während das GBP vs. USD stark aufwertete.

## Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

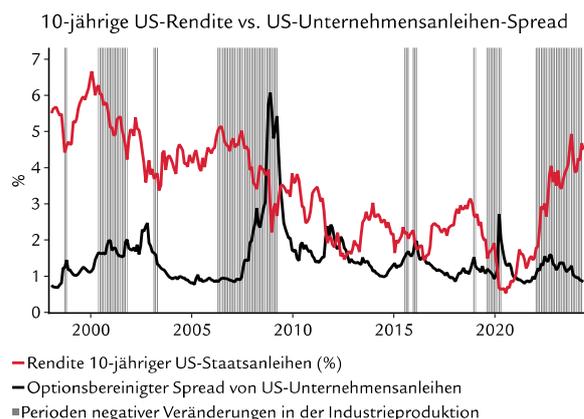
Anlageklasse	Aktive Gewichtung
Globale Staatsanleihen	Übergewichtung
Globale IG-Unternehmensanleihen	Untergewichtung
Anleihen Emerging Markets	Untergewichtung
Globale Aktien	neutral

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

- An unserer Sicht hat sich nichts geändert: Grundsätzlich finden wir, dass die Märkte das Risiko unterschätzen und daher sowohl historisch als auch angesichts der aktuellen Aussichten teuer sind.
- Wir zögern jedoch weiterhin, Aktien unterzugewichten, da das wirtschaftliche und das Marktmomentum nach wie vor gut sind. Andererseits untergewichten wir Unternehmensanleihen und andere risikobehaftete Anleihen, da das Aufwärtspotenzial angesichts des Abwärtsrisikos zu gering ist.
- Wir übergewichten weiterhin Staatsanleihen, obwohl die jüngste Dynamik dagegenspricht. Die Volkswirtschaften dürften sich aber sowohl beim Wachstum als auch bei der Inflation normalisieren. Die Realzinsen, v. a. in den USA, sind für dieses Szenario immer noch zu hoch.
- Die Entscheidung der EZB Ende Juni und ihre Guidance sind das nächste Highlight in dieser schwierigen Situation.

## Warum akzeptieren Anleger tiefe Kreditspannen?

Eine häufige Erklärung für die derzeit tiefen Kreditspannen sind die hohen Anleiherenditen. Argumentiert wird, dass sich die Anleger über die hohen Renditen freuen und daher selbst tiefe Spreads eine willkommene Ergänzung zu diesen attraktiven Niveaus sind. Da wir derzeit die Staatsanleihen den Firmenanleihen bevorzugen, schauen wir uns dieses Argument näher an. Kreditspannen sollen die Anleger für das Risiko eines Ausfalls entschädigen. Dieses Risiko hängt von der Finanzkraft des Schuldners und den wirtschaftlichen Bedingungen ab: Flaut die Konjunktur ab, sinkt das Ertragswachstum und das Kreditrisiko steigt selbst bei finanzstarken Emittenten. Tiefe Kreditspannen signalisieren daher implizit, dass die Anleger davon ausgehen, dass sich die Wirtschaft weiterhin gut entwickelt.



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 04/2024

Zunächst untermauern die historischen Fakten (siehe Grafik) dies, denn bei höheren Renditen sind die Spreads oft tief. Bei der Schlussfolgerung, dass die Spreads wegen hoher Renditen eng sind, könnte aber Korrelation mit Kausalität verwechselt werden. Starke Zinsanstiege sind oft auf eine straffere Geldpolitik zurückzuführen, die darauf abzielt, eine sich überhitzende Wirtschaft abzukühlen. Die Spreads sind wegen der starken Wirtschaft und der Erwartung, dass sie stark bleiben wird, gering. Doch höhere Renditen dämpfen schliesslich die Konjunktur und erhöhen das künftige Kreditrisiko. Daher weiten sich die Kreditspannen (s. Grafik) nach einer Periode höherer Renditen tendenziell stark aus. Wir stimmen zu, dass sich die Kreditspannen eher ausweiten, wenn die Renditen zu sinken beginnen. Doch der Grund ist das steigende Kreditrisiko, das durch die abflauende Konjunktur entsteht. Daher signalisieren die engen Kreditspannen, dass der Markt das künftige Risiko unterschätzt.

## 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](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 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.