

September 2023

Zinsen und Anleihen

Wer wird all diese Anleihen kaufen?

USA

- Die US-Zinsen erreichten wegen starker Wirtschaftsdaten, des höheren Finanzierungsbedarfs von US-Treasuries und des tieferen Ratings von US-Staatsanleihen ein neues zyklisches Hoch. Deshalb verkauften Investoren US-Treasuries und die Spreads auf Firmenanleihen legten im August um 7 BP zu.
- Fed-Chef Powell schlug trotz fallender US-Inflation in Jackson Hole weiterhin restriktive Töne an.

Eurozone

- Trotz gedämpfter Wirtschaftsaussichten und schlechterer Firmenumfragen v. a. im Dienstleistungssektor stiegen die Renditen deutscher Bundesanleihen im August analog zu US-Treasuries an. Ähnlich stiegen die Kreditspannen wegen des gedämpften Umfelds für europäische Firmenanleihen um 8 BP an.
- Die EZB scheint sich dem Ende ihres Zinserhöhungszyklus zu nähern. Die Produzentenpreise sinken, was sich über die Zeit in tieferer Konsumentenpreis-inflation widerspiegeln dürfte.

Vereinigtes Königreich

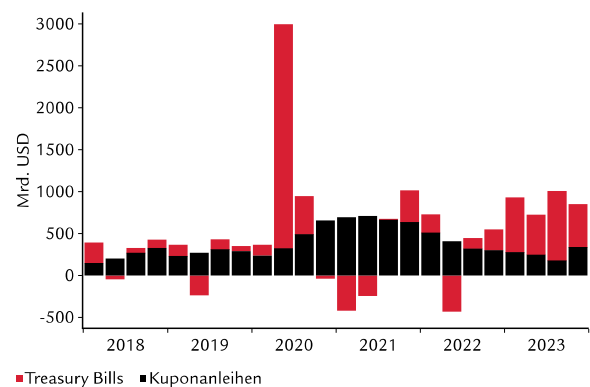
- Stagflationsrisiken nehmen weiter zu: Die Kerninflation verharrte bei hohen 6.9% und der Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Dienstleistungssektor fiel unerwartet in den Kontraktionsbereich.
- Die Bank of England erhöhte den Leitzins im August um 25 BP. Dies und die hohen Inflationszahlen liessen die Langfristzinsen auf ein neues Zyklushoch steigen, bevor sie gegen Monatsende zurückgingen.

Schweiz

- Die Langfristzinsen blieben angesichts der verhaltenen Schweizer Inflationsrate von 1.6% relativ tief und in engen Bahnen und trotzten damit dem Renditeanstieg im August in anderen Ländern.
- Der Schweizer Industrie-PMI sank unerwartet auf 38, so tief wie nicht einmal auf dem Höhepunkt der Pandemie. Dies und die tiefe Inflation dürften es der SNB erlauben, abzuwarten, weshalb im Moment kein weiterer Zinsschritt erfolgen dürfte.

US-Anleihen: T-Bills dominieren Neuemissionen

USA: Emission Treasury Bills vs. Kuponanleihen, vierteljährlich



Quelle: Macrobond, US Treasury, Swiss Life Asset Managers

Trotz solider Wirtschaft und anhaltender Inflation kämpfen die USA mit einem Defizit von 8.4% des BIP – ein Rekord ausserhalb von Rezessionen und Kriegzeiten. Laut dem Congressional Budget Office dürfte die Schuldenquote bis 2053 auf untragbare 181% wachsen. Der prekäre fiskalpolitische Kurs trug dazu bei, dass Fitch den USA das AAA-Rating entzog. Auch wenn dies allein nicht Anlass zur Sorge gibt, besteht das eigentliche Problem darin, das ständig wachsende Defizit zu finanzieren. Für das 2. HJ 2023 will man sich mit USD 1.9 Billionen neu verschulden. Da die Zentralbanken ihre Bilanzen abbauen und die breite Geldmenge schrumpft, ist es am Privatsektor, die neuen Anleihen zu absorbieren, wohl auf Kosten anderer Anlagelassen. Derzeit mildert das Finanzministerium den Effekt durch die Ausgabe mehrheitlich kurzfristiger Titel (T-Bills). Diese Taktik hat aber ihre Grenzen. T-Bills, die früher nur 23% der Gesamtverschuldung ausmachten, machen heute rund 70% der Neuemissionen aus. Sobald sich diese Quote normalisiert, könnten Risikoanlagen und Staatsanleihen erneut unter Druck geraten. Wir bleiben beim Kreditrisiko vorsichtig, weil der Markt diese Unsicherheiten noch nicht ganz berücksichtigt. Die Zinsen dürften diese Probleme z. T. schon eingepreist haben und angesichts der bescheidenen Kuponanleihen-Emissionen könnten die längerfristigen Renditen auf kurze Sicht sogar sinken.

Aktien

Korrektur nach starker Marktentwicklung

USA

- Der US-Markt büsste im August 2.1% ein, seit Jahresbeginn legte er um 18.3% zu (alle Daten per 29. August).
- Die Berichtssaison verlief erneut besser als erwartet. Das Gewinnwachstum (vs. Q2 2022) lag bei -8%, das Umsatzwachstum bei -1%. Die Gewinne überraschten mit 4% und 80% der Firmen übertrafen die Erwartungen. Daher hoben Analysten ihre Prognosen für die Jahresgewinne 2023/2024 an.
- Die Bewertung des US-Aktienmarkts liegt über dem historischen Mittel. Die Entwicklung seit Jahresbeginn ist einzig auf höhere Bewertungen zurückzuführen.

Eurozone

- Der Markt büsste im August 2.6% ein, der Anstieg seit Jahresbeginn beträgt 14.4%.
- Die Berichtssaison verlief besser als erwartet. Das Gewinnwachstum betrug -8%, das Umsatzwachstum -7%. 60% der Firmen übertrafen die Gewinnerwartungen, die Gewinne überraschten mit 4%.
- Längerfristig bleibt der europäische Markt sehr attraktiv bewertet.

Vereinigtes Königreich

- Im August betrug der Marktrückgang 2.3%. Seit Jahresbeginn legte der Markt 2.8% zu.
- Der britische Markt hat weiterhin die tiefste Bewertung und die höchste Dividendenrendite aller grossen Industrieländer. Das Land scheint aber derzeit eine sogenannte «Wertfalle» zu sein.

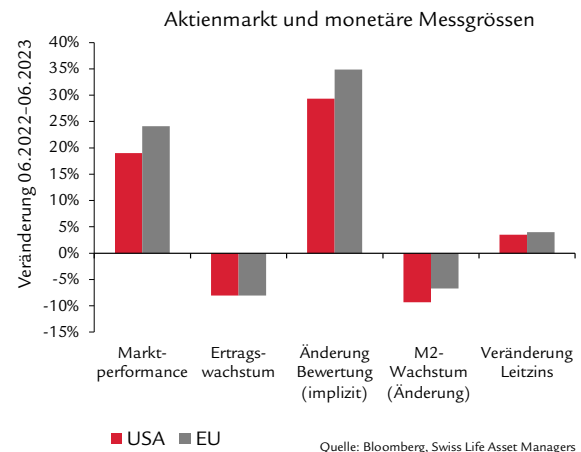
Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im August 1.9% ein, der Anstieg seit Jahresbeginn betrug noch 5.8%.
- Besonders Pharma- und Nestlé-Aktien schnitten schwach ab. Ihr Anteil am Markt beträgt über 40%.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der zweitbeste Markt.

Schwellenländer

- Der August schnitt mit einem Einbruch von 5.5% sehr schlecht ab. Seit Jahresbeginn legte der Markt 5.2% zu und liegt damit hinter den übrigen Aktienmärkten zurück.
- Die chinesischen Wirtschaftsdaten enttäuschten erneut, das Land befindet sich in einer Deflation und die Stimulierungsbemühungen der Regierung waren bisher begrenzt.

Höher bewertet trotz höheren Zinsen & weniger Liquidität



Seit Mitte 2022 haben die Aktienmärkte rund 20% zugelegt. Die positive Entwicklung 2023 ist v. a. auf höhere Bewertungen zurückzuführen. Dies ist angesichts der konjunkturellen Entwicklung und der Ertragsdynamik recht überraschend. Von Q2 2022 bis Q2 2023 sanken die Gewinne in Europa und den USA um 8%. Gleichzeitig wurde die Geldpolitik stark gestrafft. Die Wachstumsrate der Geldmenge sank und ist in den USA nun negativ. Zudem erhöhten die Zentralbanken die Leitzinsen um rund 4 bis 5 Prozentpunkte – einer der schnellsten und stärksten Anstiege der Geschichte. Steigende Aktienmärkte und sinkende Gewinne führten zu einem impliziten Bewertungsanstieg von rund 30%, was es in einem Umfeld restriktiver Geldpolitik und sinkender Wachstumsraten selten gegeben hat. Aufgrund dieser Entwicklung ist der US-Markt gegenüber Anleihen sowohl absolut als auch relativ hoch bewertet. In Europa sieht es anders aus. Trotz des Anstiegs liegen die aktuellen Bewertungen immer noch unter dem historischen Durchschnitt. Diese Bewertung bedeutet, dass die jüngste Korrektur überfällig war und weitere folgen könnten. Es gibt aber auch positive Aspekte. Die wichtigsten sind: Die Gewinne waren in den letzten zwei Quartalen sehr robust und übertrafen die Erwartungen. Zudem erwarten Analysten für 2024 ein Gewinnwachstum von rund 10% und aufgrund tieferer Inflation sowie einer schwächeren Konjunktur sind Zinssenkungen durch die Zentralbanken möglich. Schliesslich könnte künstliche Intelligenz zu einem signifikanten Produktivitätsschub führen. Insgesamt sind unsere Einschätzung und die Aktienallokation auf kurze Sicht neutral.

Währungen

USD-Schwäche wohl temporär

USA

- Wie erwartet wertete der USD nach zwei Schwäche-monaten vs. die meisten Hauptwährungen im August auf. Grund dafür waren weiterhin robuste Wirtschaftsdaten in den USA – v. a. im Vergleich zu Europa – sowie das Fed, das sich immer noch restriktiv äusserte. Auch die getrübe Risikostimmung an den Finanzmärkten stützte den USD im August.
- Wir bleiben für den Rest des Quartals bei unserer positiven USD-Sicht. Die Inflation dürfte in den USA zwar sinken, die Wirtschaftsdaten dürften aber stark genug bleiben, um das Fed wegen Inflationsrisiken zu beunruhigen. Der US-Zinsvorteil («Carry») dürfte also signifikant bleiben und den USD stützen.

Eurozone

- Der EUR/USD-Wechselkurs fiel im August wieder unter 1.10. Schwache Wirtschaftsdaten, v. a. ein starker Rückgang der Einkaufsmanagerindizes gegen Monatsende, waren der Hauptgrund für die EUR-Abwertung.
- Wir bleiben bei EUR/USD negativ und erwarten, dass sich der EUR vs. GBP und CHF in den nächsten vier Wochen seitwärts bewegen wird.

Vereinigtes Königreich

- Nach zwei positiven Monaten verlor das GBP vs. USD im August 1.5%. Das GBP blieb vs. EUR im dritten Monat in Folge unverändert.
- Wir erwarten zwar eine weitere Leitzinserhöhung durch die Bank of England, aber die Märkte haben dies bereits gut eingepreist. Wir halten an einem tieferen GBP/USD fest.

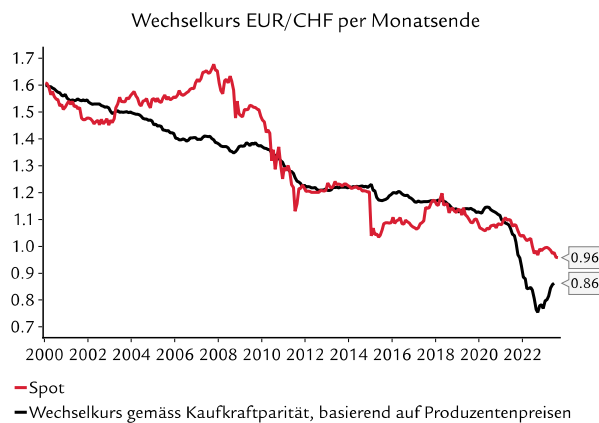
Schweiz

- Im August erholte sich USD/CHF von seinen Juli-Tiefs und eine «Erholungsrally» Ende Monat führte zu einer leicht positiven Performance von EUR/CHF.
- Wir bleiben bei unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF und unserer positiven Sicht auf USD/CHF.

Japan

- USD/JPY legte im August um 2.5% zu. Der Einbruch im Juli war somit nur kurzlebig in einem offenbar ungebrochenen Aufwärtstrend von USD/JPY.
- Wir rechnen mit einem weiteren Monat der JPY-Schwäche vs. USD, da die Zinsdifferenzen sehr gross bleiben, zulasten des JPY.

Der CHF ist weniger unterbewertet



Quelle: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Am überraschendsten an der Normalisierung der Zentralbankpolitik nach der Pandemie war u. a. die Toleranz der SNB gegenüber einem stärkeren CHF. Die SNB wich nicht nur von ihrem Mantra eines überbewerteten CHF ab, sie schien sogar einen stärkeren CHF zu befürworten, um die importierte Inflation in Schach zu halten. Begründet wurde diese Haltung mit dem deutlich grösseren Inflationsgefälle zwischen der Schweiz und den restlichen Industrieländern, was zu einem Rückgang des «fairen Werts» von Fremdwährungen führte. Bei Anwendung eines Kaufkraftparitätsmodells (KKP) basierend auf Produzentenpreisen deuteten einige Schätzungen gar darauf hin, dass der faire Wert von EUR/CHF 2022 auf 0.80 sank, was den CHF vs. EUR zu einer unterbewerteten Währung macht. Wenn ein Konsumentenpreis-KKP-Modell angewandt wird, gilt der CHF zwar immer noch als überbewertet. Um die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft, v. a. der Exporteure, zu messen, dürften das Produzentenpreis-Modell jedoch geeigneter sein.

In den letzten Monaten hat sich die Situation aber rasch geändert. Während die Inflation in der Schweiz in den kommenden Monaten nahe bei 2% verharren dürfte, geht die Inflation andernorts von den hohen Niveaus von 2022 rasch zurück. Das rückläufige Inflationsgefälle impliziert einen steigenden fairen Wert von EUR/CHF (siehe Grafik) und USD/CHF. Mit den sich verschlechternden Firmenumfragen v. a. im verarbeitenden Gewerbe könnten in der Schweizer Exportwirtschaft wieder Stimmen laut werden, die von der SNB Zurückhaltung verlangen, was die Aufgabe der SNB, die Inflation einzudämmen, noch etwas heikler machen könnte.

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.