

April 2024

## Zinsen und Anleihen

Der Lockerungszyklus der Zentralbanken beginnt

### Übersicht Anleihenrenditen und -Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	März 2024*	Year-to-date*	Aktuell	März 2024*	Year-to-date*
US	4.2%	-6 BP	31 BP	90 BP	-6 BP	-9 BP
Eurozone	2.3%	-12 BP	27 BP	114 BP	-7 BP	-24 BP
UK	3.9%	-19 BP	40 BP	118 BP	-7 BP	-21 BP
CH	0.6%	-13 BP	-3 BP	79 BP	2 BP	-3 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE. \* Entwicklung bis 27. März.  
Quelle: Bloomberg

### USA

- Die Zinskurve (Rendite 10-jähriger minus Rendite 2-jähriger Staatsanleihen) blieb im März mit -35 Basispunkten (BP) invers. Die Kreditspannen verengten sich trotz hohen Neuemissionsvolumen.
- Das Fed liess seine Leitzinsen unverändert und lässt weiterhin drei Zinssenkungen in diesem Jahr durchblicken, trotz Anhebung der eigenen Wachstums- und Inflationsprognose. Die Inflation dürfte über dem 2%-Ziel verharren.

### Eurozone

- Die Zinskurve invertierte im März weiter auf -52 BP, womit die Inversion bereits über 500 Tage anhält.
- Die Europäische Zentralbank deutete eine mögliche erste Zinssenkung im Juni an. Der Markt rechnet mit drei weiteren Senkungen bis Jahresende.

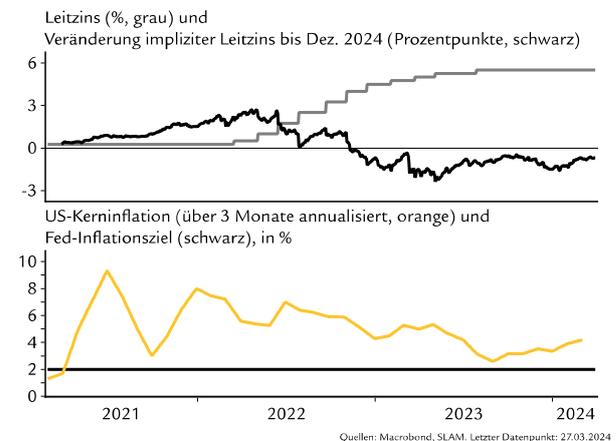
### Vereinigtes Königreich

- Angesichts der rückläufigen Inflation und der Rhetorik der Bank of England erwarten die Märkte eine erste Zinssenkung im Juni. Die Unsicherheit bleibt aber gross. Die Inflation liegt immer noch bei 3.4% und Einkaufsmangerindizes im expansiven Bereich deuten auf eine Verbesserung der Dynamik hin.

### Schweiz

- Die Zinskurve blieb mit -20 BP im März invers.
- Die SNB senkte unerwartet die Zinsen in der Annahme, dass der aktuell geringe Inflationsdruck künftig anhält, was zu einer Abschwächung des CHF gegenüber den Hauptwährungen führte.

### Märkte erwarten Zinssenkungen trotz steigender Inflation



Zentralbanken in den Industrieländern rechtfertigten den späten Beginn der Zinserhöhungen lange damit, dass der rasche Anstieg der Inflation nur vorübergehend sei. Zwei Jahre später scheinen sie, allen voran das Fed, sehr erpicht darauf, die Zinsen wieder zu senken, obwohl ihr Inflationsziel von 2% noch nicht erreicht ist. Seit letztem Sommer stieg die US-Kerninflation (Dreimonatsveränderung annualisiert) wieder auf 4.2%, ohne jemals das 2%-Ziel erreicht zu haben. Selbst die Fed-Prognosen sehen keinen baldigen Rückgang der Inflation auf 2% angesichts der tiefen Arbeitslosenquote, einem anhaltenden Lohnwachstum um 5% und einem erwarteten Wirtschaftswachstum über Potenzial. Der Markt rechnet im Einklang mit den angedeuteten Absichten des Fed mit drei Zinssenkungen in diesem Jahr. Aktien und spekulative Anlagen wie Kryptowährungen stiegen stark an und der Rückgang der langfristigen Renditen führte zu deutlich günstigeren Finanzbedingungen. Die Bereitschaft der Zentralbanken, die Finanzbedingungen zu lockern, wirkt sich vorerst positiv auf Risikoanlagen aus, wir raten aber aufgrund der aktuell hohen Bewertungen zur Vorsicht. Bei den Staatsanleihen haben wir eine lange Duration, sehen aber angesichts des erhöhten Risikos am langen Ende der Zinskurve das Potenzial in einer Verteilungsposition, sollte hartnäckige Inflation dennoch für Auftrieb bei den langfristigen Zinsen sorgen.

# Aktien

Starke Märkte im März

## Übersicht Aktienmarktperformance

	März 2024*	Year-to-date*
USA	3.0%	10.2%
Eurozone	4.4%	10.2%
Vereinigtes Königreich	4.3%	3.8%
Schweiz	3.3%	5.4%
Schwellenländer	1.8%	1.7%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.

\* Entwicklung bis 27. März. Quelle: Bloomberg

### USA

- Die Aktien der «Magnificent 7» leisteten im März erneut den grössten Beitrag zur positiven Marktperformance (+17.8% seit Jahresbeginn).
- Die expansive Rhetorik des Fed an seiner jüngsten Sitzung erhöhte die Wahrscheinlichkeit für drei oder vier Zinssenkungen dieses Jahr und stützte damit den Markt.
- Die Bewertung des US-Markts liegt nach wie vor weit über dem historischen Durchschnitt und über derjenigen anderer Märkte. Die technischen Indikatoren sind angespannt, aber nicht extrem.

### Eurozone

- Das Gewinnwachstum lag dieses Jahr bisher bei null, womit der Marktanstieg seit Januar vollständig den höheren Bewertungen zugeschrieben werden kann.
- Der europäische Markt ist nun in etwa neutral bewertet.

### Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt bleibt insgesamt schwach, obwohl er im März mehr zulegte als andere Märkte.
- Der britische Markt hat weiterhin die tiefste Bewertung und die höchste Dividendenrendite (3.9%) aller grossen Industrieländer.

### Schweiz

- In CHF gemessen entwickelte sich der Schweizer Markt im März deutlich unter der Eurozone und den USA, da der CHF vs. EUR und USD abwertete.
- Er ist nach dem US-Markt der zweitwerteste Markt.

### Schwellenländer

- Die relativ schwache Entwicklung der Aktienmärkte in den Schwellenländern ist breit abgestützt.
- Der indische Aktienmarkt legte seit Jahresbeginn in Lokalwährung nur um 4.9% zu und der chinesische Markt ging gemessen in HKD um 1.8% zurück.

## Was ist in Japan los?

Der japanische Aktienmarkt erreichte vor einigen Wochen den höchsten Stand seit 34 (!) Jahren. In Lokalwährung schlug er 2023 und seit Jahresbeginn sämtliche Hauptmärkte. Da stellt sich die Frage: Ist das nur ein weiterer kurzfristiger Boom oder gibt es strukturelle Gründe, die die mittel- und langfristige Entwicklung des japanischen Marktes befeuern könnten?

## Gesamttrenditen und Profitabilität der Aktienmärkte

	In Lokalwährung			In CHF			Eigenkapitalrendite
	2023	Year-to-date*	10 Jahre	2023	Year-to-date*	10 Jahre	
JP	29%	20%	168%	9%	19%	83%	9%
US	26%	10%	210%	15%	18%	212%	18%
Eurozone	19%	9%	91%	12%	15%	50%	11%
CH	5%	5%	65%	5%	5%	65%	23%

\* Entwicklung bis 26. März. Quellen: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Mehrere Faktoren trugen zur starken Entwicklung bei. Erstens brachte ein schwacher Yen den japanischen Exporteuren Vorteile: Ihre Produkte werden aus ausländischer Sicht wettbewerbsfähiger und der Umsatz ist gemessen in Yen höher. Zweitens verschaffen die tiefen und negativen Zinsen Japan einen relativen Vorteil. Anders als andere Zentralbanken erhöhte die Bank of Japan die Zinsen erst an ihrer letzten Sitzung im März. Drittens wurden am Aktienmarkt mehrere Strukturreformen durchgeführt, um die Unternehmensführung zu verbessern und den Fokus stärker auf die Profitabilität zu legen. Etwa die Hälfte der japanischen Aktien wird weiterhin unter dem Buchwert gehandelt. Viertens deuten vereinzelte Berichte darauf hin, dass chinesische Investoren Japan für spekulative Anlagen entdeckt haben. Kurzfristig könnte das Momentum des japanischen Marktes anhalten. Die Bewertungen bleiben fair, der Yen schwach und die positiven Effekte der Strukturreformen könnten die Profitabilität japanischer Firmen stärken. Längerfristig drohen aber Risiken. Der Yen ist unterbewertet und tiefere Zinsen im Ausland in Verbindung mit konstanten oder höheren Zinsen in Japan könnten Aufwärtsdruck ausüben. Die Eigenkapitalrendite, ein Mass für die Profitabilität, ist immer noch geringer als anderswo. Zudem verschärft sich der Wettbewerb aus China und Japans langfristige strukturelle Probleme – ungünstige demografische Entwicklung, unzureichende Zuwanderung und geringes Potenzialwachstum – bestehen weiter. Japan muss mehr tun, um diese Herausforderungen bewältigen.

# Währungen

CHF-Abwertung dürfte temporär sein

## Übersicht Hauptwährungen

	März 2024*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	0.2%	-1.9%	↘
EUR/CHF	2.4%	5.4%	↘
GBP/USD	0.1%	-0.7%	↘
USD/JPY	0.9%	7.3%	↗

\* Entwicklung bis 27. März. Quelle: Bloomberg

## USA

- Der März war für den USD ereignislos. Die geldpolitischen Erwartungen blieben stabil und der handelsgewichtete USD schloss den Monat fast auf demselben Niveau ab, wie er ihn begonnen hatte.
- Die Finanzmärkte erwarten nun fest eine erste Zinssenkung im Juni und diese Erwartungen dürften auch im April verankert bleiben. Andere Faktoren wie der US-Zinsvorteil, die Aussicht auf eine zweite Trump-Präsidentschaft oder ein weniger freundliches Risikoumfeld könnten den USD wieder aufwerten lassen.

## Eurozone

- Der EUR war im März erneut stark, da die EZB ihre Zinsen unverändert liess.
- Die Märkte dürften das Potenzial für Zinssenkungen 2024 aufgrund der schwachen Wirtschaftsdynamik und der anhaltenden Fortschritte bei der Inflation immer noch etwas unterschätzen. Daher ist unsere Sicht auf EUR vs. USD und CHF negativ.

## Vereinigtes Königreich

- Das GBP liess sich im März von der Aussicht auf frühere Zinssenkungen durch die Bank of England nicht beirren, aber wir erwarten für April eine gewisse Schwäche, insbesondere vs. USD.

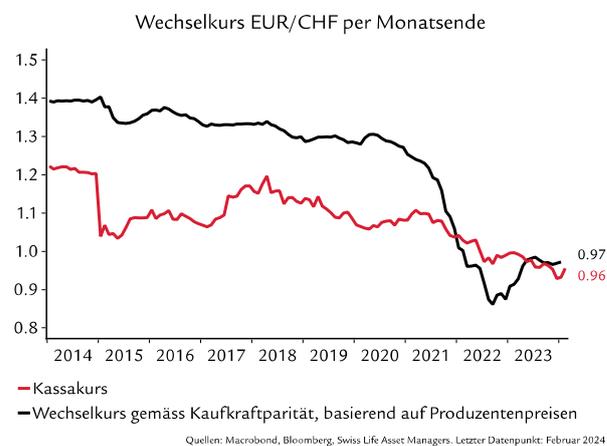
## Schweiz

- Der CHF gehörte im März zu den am schlechtesten abschneidenden Währungen. Wir würden diese Schwäche aber nicht extrapolieren (siehe Text rechte Spalte).

## Japan

- Trotz der ersten Zinserhöhung durch die Bank of Japan blieb der JPY im März schwach.
- Die Märkte erwarten keinen «richtigen» Zinserhöhungszyklus, sondern lediglich den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik. Der JPY dürfte daher weiter unter seinem grossen Carry-Nachteil leiden.

## EUR/CHF gemäss Produzentenpreisen fair bewertet



Wichtigstes Ereignis an den Devisenmärkten im März war die Zinssenkung durch die Schweizerische Nationalbank (SNB). Diese Massnahme überraschte die Finanzmarktteilnehmer und führte zu einer weiteren CHF-Abwertung. Von den Hauptwährungen schnitten nur die türkische Lira (-7.7% seit Jahresbeginn) und der JPY (-5.7%) handelsgewichtet schlechter ab als der CHF (-5.3%). Interessanterweise rechtfertigte die SNB den Schritt nicht nur mit dem geringeren Inflationsdruck. Sie nannte auch explizit «die im letzten Jahr erfolgte reale Aufwertung des Frankens» als Grund. Dieses Argument überrascht etwas, wurde doch die Aufwertung des realen, sprich inflationsbereinigten, CHF-Wechselkurses 2023 durch die Abwertung im Februar und im März 2024 teilweise wettgemacht. Zwar wurden aus dem exportorientierten Sektor bezüglich des Wechselkurses vermehrt Sorgen laut, aber der CHF ist gemäss einigen Modellen immer noch nicht überbewertet. Werden die Produzentenpreise zum Vergleich herangezogen, ist laut Bloomberg der CHF vs. EUR nun fair bewertet (siehe Grafik). Die schrumpfende Inflationsdifferenz und die Aufwertung des CHF im Jahr 2023 führten somit nicht zu einer Überbewertung, sondern machten lediglich eine temporäre Unterbewertung des CHF wett. Dieses Modell signalisiert auch, dass der CHF vs. den USD unterbewertet bleibt. Wir würden die aktuelle Schwäche des CHF auf jeden Fall nicht extrapolieren. Die SNB hat früh gehandelt, dürfte aber insgesamt nicht mehr Zinssenkungen vornehmen als vorher bereits erwartet. Wir erwarten in diesem «Lockerungszyklus» einen finalen Zinssatz von 1.25%, der bis Jahresende erreicht sein dürfte. Zudem dürfte die SNB nach dem jüngsten Ausverkauf wieder eine moderate CHF-Aufwertung tolerieren.

## Asset Allocation

Starke Aktienmarktrallye nach schleppendem Start

### Rückblick

- Nach einem verhaltenen Start legten die Aktienmärkte in der zweiten Monatshälfte an Momentum zu. Nach der Fed-Sitzung verzeichneten sie erhöhte Volatilität, schlossen den Monat aber im soliden positiven Bereich ab. Die Kreditmärkte hatten ebenfalls einen guten Monat, wenn auch weniger ausgeprägt. Derweil warfen Staatsanleihen nur leicht positive Renditen ab.
- Die relativ expansive Haltung der US-Notenbank, die trotz den anhaltend soliden Wirtschaftsdaten auf eine mögliche Lockerung der Geldpolitik in den kommenden Monaten hindeutete, wirkte sich kaum auf den Markt aus.
- Die Schweizerische Nationalbank (SNB) überraschte die Märkte mit einer frühzeitigen Zinssenkung. Der Zeitpunkt lässt sich wohl auch damit erklären, dass SNB-Sitzungen im Vergleich zu anderen Zentralbanken weniger häufig stattfinden und man durch nicht riskieren wollte, dass anstehende Zinssenkungen in den USA und der Eurozone zu einer starken CHF-Aufwertung führen. Die Senkung stützte den CHF-Anleihenmarkt, der sich gut entwickelte. Der Schweizer Aktienmarkt reagierte verhaltener, obwohl die Rendite im März relativ stark ausfiel. In CHF umgerechnet gehörte der Schweizer Aktienmarkt jedoch Aufgrund der starken CHF-Abwertung zu den schwächeren Märkten.

### Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

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

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

- Die starke Aktienmarktentwicklung, die nach wie vor von einer relativ kleinen Gruppe von Sektoren und Firmen dominiert wird, trieb die Aktienmärkte weiter von den Fundamentalwerten weg und machte sie damit noch teurer. Doch das Momentum bleibt trotz Anzeichen von Schwäche sehr stark.
- Während die Anleihenrenditen leicht sanken, sind die Niveaus weiterhin attraktiv. Die Kreditspannen sind hingegen historisch tief, v. a. in USD.
- Unsere Sicht auf Aktien bleibt (nervös) neutral und wir sind in Firmenanleihen zugunsten von Staatsanleihen untergewichtet.

### Warum sind wir in Unternehmensanleihen untergewichtet?

Kurz gesagt, weil wir sie unattraktiv finden. Wir finden aber auch, dass Aktien überteuert sind. Warum also nur Firmenanleihen untergewichten? Hauptgrund dafür ist, dass Anleihen im Gegensatz zu Aktien ein begrenztes Wertsteigerungspotenzial aufweisen. Wenn Anleger jegliche Risiken ausblenden und die Zinsen konstant bleiben, wird die Wertsteigerung von Unternehmensanleihen dadurch begrenzt, wie stark ihr Spread, also die zusätzliche Rendite, die den Anlegern als Entschädigung für das Ausfallrisiko gezahlt wird, sinken kann.

Derzeit sind die Spreads historisch tief, weshalb bei solchen Anleihen nur noch ein geringes Wertsteigerungspotenzial vorhanden ist, auch wenn die Marktstimmung positiv bleibt oder gar noch optimistischer wird. Aktien hingegen können theoretisch unbegrenzt an Wert gewinnen, obwohl ihre Kurse immer mehr von ihrem Fundamentalwert abweichen und anfälliger für Korrekturen werden würden. Die folgende Tabelle zeigt die wahrscheinlichen Reaktionen von Unternehmensanleihen- und Aktienmärkten unter verschiedenen Marktstimmungsszenarien.

Szenarien Marktstimmung	Unternehmensanleihen	Aktienmärkte
Stark positiv	Geringes Aufwärtspotenzial	Signifikantes positives Potenzial
Neutral	Stabiler Ertrag (Rendite)	Geringer positiver Ertrag, Volatilität
Stark negativ	Signifikantes negatives Potenzial	Starkes negatives Potenzial

Quelle: Swiss Life Asset Managers

Sollten unsere Annahmen falsch sein und die Finanzmärkte mit ihrem Optimismus richtigliegen, kostet die Untergewichtung von Aktien deutlich mehr Rendite als die Untergewichtung von Unternehmensanleihen. Sollten unsere Prognosen stimmen und der Markt letztendlich korrigieren, bietet eine Untergewichtung in Unternehmensanleihen einen geringeren Portfolioschutz als eine Untergewichtung in Aktien. Aber in einem solchen Szenario könnten wir die Aktiengewichtung immer noch reduzieren, wenn auch mit Verzögerung.

Die Risiken sind daher asymmetrisch und sprechen trotz des ungünstigen fundamentalen Umfelds eher für Aktien. Aber machen wir uns nichts vor: Wenn die Finanzmärkte stark korrigieren, schützt die aktuelle Strategie zunächst nur begrenzt vor Verlusten.

## 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.