

Juni 2023

## Zinsen und Anleihen

Heimliche quantitative Lockerung könnte bald enden

### USA

- Trotz der Debatte über die Schuldenobergrenze schwankten Zinsen und Kreditspannen nur gering. Die Zehnjahreszinsen stiegen im Mai um 28 Basispunkte (BP), die Spreads blieben nach einem Anstieg zur Monatsmitte stabil.
- Da die Frage der Schuldenobergrenze nun weitgehend geklärt ist, überlegen sich die Märkte, ob das Fed angesichts des anhaltenden Inflationsdrucks weitere Zinsschritte in Betracht zieht.

### Eurozone

- Zinsen und Spreads legten im Mai infolge der boomenden Primärmärkte um 8 bzw. 5 BP zu.
- Es gibt Anzeichen dafür, dass sich der Inflationsdruck weiter normalisiert. Dies zeigt sich an deutlich sinkenden Erzeugerpreisen. Dadurch könnte die Europäische Zentralbank der Festlegung ihres Höchstzinssatzes näherkommen.

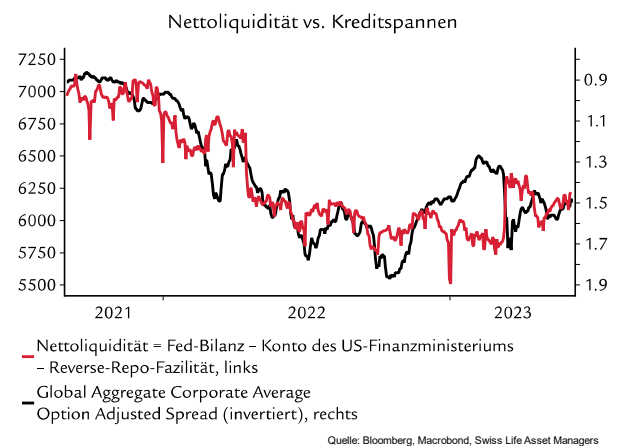
### Vereinigtes Königreich

- Das Vereinigte Königreich kämpft nach wie vor mit der hohen Inflation, deren Kernkomponenten unerwartet an Fahrt gewinnen, was zu drastischen Anstiegen der Zinsen führte. Die Zinsen stiegen im Mai um 38 BP und näherten sich dem Niveau, das zuletzt während des Ausverkaufs im Oktober 2022 zu beobachten gewesen war.
- Wegen des erneuten Inflationsdrucks revidierten die Anleger ihre Zinswartungen und preisten für die BoE für dieses Jahr vier weitere Zinsschritte ein.

### Schweiz

- Die Schweizer Zinsen wichen im Mai vom allgemeinen Trend ab und sanken um 8 BP, da der Inflationsdruck schneller nachzulassen scheint als von den Anlegern erwartet.
- Gleichzeitig hält die wirtschaftliche Abschwächung an: Der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie fiel auf 45.3. Angesichts der tiefer als erwarteten Inflation dürfte die SNB die Zinsen nicht so stark anheben müssen, was zu einem tieferen Höchstzinssatz als erwartet führen könnte.

### Nettoliiquidität in den letzten Monaten gestiegen



Das Motto «Die Märkte sind nicht die Wirtschaft» wird insbesondere in Zeiten der quantitativen Lockerung häufig zitiert. Die Zentralbanken strafften zwar die Geldpolitik, indem sie die Zinsen erhöhten und ihre Bilanzen abbauten, aber der Weg zu strafferen Finanzbedingungen verlief nicht linear. Die fortgeführte Zinskurvenkontrolle der Bank of Japan, die Liquiditätsspritzen der Bank of China als Antwort auf die Covid-bedingten Lockdowns und die Notkredite des Fed und der SNB für Banken wirkten den Effekten der quantitativen Straffung weitgehend entgegen. Es überrascht nicht, dass die Märkte Zinsschritte und sich verschlechternde Konjunkturindikatoren weitgehend ignorierten, was eine Risiko-Rally befeuerte, die zu einer stetigen Verengung der Kreditspannen führte. Doch die Zentralbanken waren nicht die einzigen Liquiditätsgeber. Die Debatte zur Schuldenobergrenze löste ungewollt eine quantitative Lockerung aus, da sich das US-Finanzministerium nicht in der Lage sah, neue Anleihen im erforderlichen Umfang zu emittieren. Da die Schuldenobergrenze wohl angehoben wird, dürfte sich dieser Prozess umkehren. Nach dem Beschluss zur Anhebung der Schuldenobergrenze im Jahr 2011 werteten Risikoanlagen markant ab und die Zinsen sanken. Ein ähnliches Ergebnis könnten wir auch diesmal sehen. Wir bleiben also bei Sommerbeginn dabei: «short» beim Risiko, «long» bei der Duration.

# Aktien

Large-Cap-Tech kurbelt Performance an

## USA

- Der US-Markt legte im Mai 0.6% und seit Jahresbeginn 9.6% zu.
- Wie im Q4 2022 verlief die Berichtssaison besser als erwartet. Die Gewinne sanken vs. Q1 2022 zwar um 3%, lagen aber 7% über den Erwartungen. Die Umsätze wuchsen um 4% und lagen 3% über den Erwartungen.
- Die US-Bewertung ist neutral, der Rest der Welt liegt leicht unter dem historischen Durchschnitt. Die unausgewogene Entwicklung in diesem Jahr (siehe Text) gibt Anlass zur Sorge.

## Eurozone

- Der Markt büsste im Mai 2.5% ein und die Performance seit Jahresbeginn beträgt 9.3%.
- Die Berichtssaison verlief bemerkenswert gut. Die Gewinne stiegen um 5% (11% über den Erwartungen). Die Umsätze zogen erwartungsgemäss um 4% an.
- Längerfristig bleibt der europäische Markt sehr attraktiv bewertet.

## Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt erzielte im Mai eine schwache Rendite von -5.2%. Seit Jahresbeginn verlor er 0.1%.
- Er bleibt von allen grossen Märkten der am tiefsten bewertete. Wir finden aber, dass der Markt aus guten Gründen billig ist, da die wirtschaftliche Unsicherheit im Land erhöht ist.

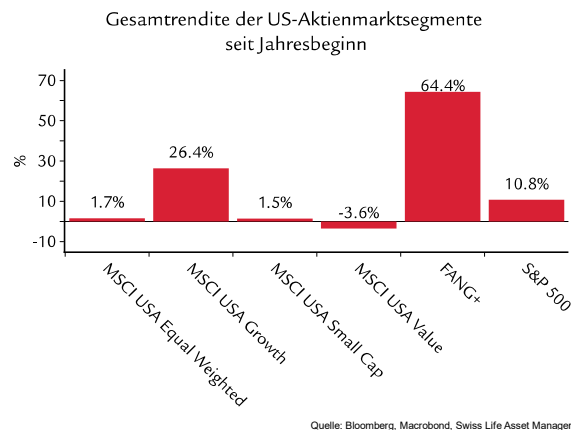
## Schweiz

- Der Schweizer Markt büsste im Mai 2.0% ein, seit Jahresbeginn liegt er 6.9% im Plus.
- Nach einem schwachen Jahresstart feierten die Pharmatitel jüngst ein Comeback, das den Aufholprozess des Schweizer Markts unterstützte.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt am teuersten bewertet.

## Schwellenländer

- Der Mai war mit einem Verlust von -1.7% erneut schwach. Seit Jahresbeginn haben Schwellenländer nur leicht zugelegt (1.1%) und liegen damit hinter den meisten übrigen Aktienmärkten zurück.
- Die Wirtschaftsdaten aus China fielen schwächer aus als erwartet.

## Entwicklungen am US-Aktienmarkt und deren Folgen



Die Entwicklung des US-Aktienmarkts ist dieses Jahr wieder einmal durch Large-Cap-Tech-Aktien getrieben. Der FANG+-Index, der die Performance von Meta (Facebook), Amazon, Netflix und Alphabet (Google), Apple und anderen Tech-Firmen abbildet, ist seit Jahresbeginn um über 60% gestiegen. Daher entwickelten sich Large Caps deutlich besser als Small Caps (um rund 9%), Growth besser als Value (um rund 30%) und der Nasdaq schlug den S&P 500. Der gleichgewichtete US-Aktienindex schnitt rund 9% unter dem kapitalisierungsgewichteten Index ab und ist seit Jahresbeginn unverändert. Viele Entwicklungen aus 2022 verlaufen somit wieder in die andere Richtung. Ein Grund für diese bemerkenswerten Entwicklungen sind die sinkenden Langfristzinsen der letzten Monate. Die Rendite von US-Treasuries sank von ihrem Hoch von 4.2% Ende 2022 auf heute rund 3.7%. Tech-Aktien gelten als Aktien mit langer Duration, weil ein Grossteil der Erträge in ferner Zukunft anfallen wird. Die FANG+-Aktien trugen in diesem Jahr rund 80% zur Gesamtleistung des US-Aktienmarkts bei. Die restlichen 490 Titel des Index leisteten somit einen Beitrag von rund 20% und sind dieses Jahr im Schnitt unverändert. Der Beitrag von Apple, Microsoft und Nvidia betrug 50%. Diese Entwicklungen sind besorgniserregend. Die Konzentration am US-Aktienmarkt, gemessen am Gewicht der fünf grössten Titel, ist so hoch wie noch nie (25%). Frühere Allzeithochs gab es 1999 und 2007, also kurz vor Börsencrashes. Wir erwarten derzeit keinen Crash, aber gemäss unserem Szenario einer leichten Rezession rechnen wir mit einer baldigen Korrektur der Märkte. Die Bewertungen der FANG+-Aktien sind sehr hoch und wir sehen wenig Luft nach oben.

# Währungen

USD wieder erstartet

## USA

- Nach der allgemeinen USD-Schwäche seit Jahresbeginn machte der handelsgewichtete USD-Index die Verluste seit Mitte Mai teilweise wieder wett. Im Mai wertete der USD vs. alle Hauptwährungen auf, am stärksten vs. SEK (+5.4%) und NOK (+3.9%).
- Die USD-Stärke dürfte nächsten Monat anhalten, da das USD-Carry wieder Unterstützung bietet und die Debatte über die Schuldenobergrenze in den USA vorerst wohl beigelegt ist.

## Eurozone

- Der EUR konsolidierte sich von seinem jüngsten Hoch Anfang Mai und wertete vs. USD 3% ab.
- Der EUR dürfte in den nächsten vier Wochen unter Druck bleiben, weil die Wirtschaftsdynamik in der Eurozone abflaut und das Risiko einer Stagflation in der Eurozone höher ist als in den USA.

## Vereinigtes Königreich

- Das GBP wertete im Mai vs. den USD ab, legte aber vs. den EUR 2% zu.
- Unsere Einmonatssicht auf GBP ist vs. USD negativ und vs. EUR neutral. Die britische Wirtschaft hält sich besser als erwartet, aber die Inflation bleibt hartnäckig. Dies erhöht auch das Risiko einer Stagflation im Vereinigten Königreich und dürfte die Bank of England unter Druck setzen, die Zinsen stärker als bisher erwartet anzuheben.

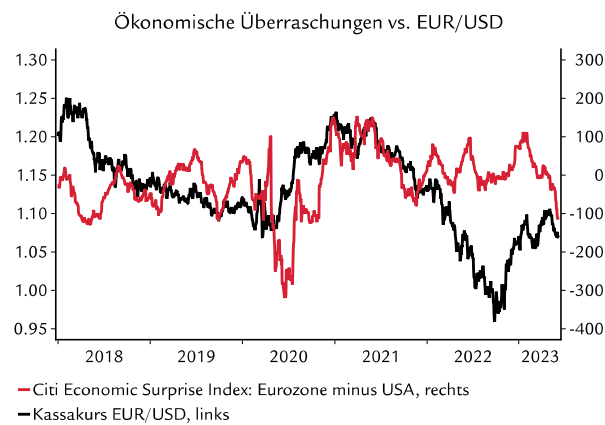
## Schweiz

- Die CHF-Stärke vs. den EUR hielt im Mai an. USD/CHF erholte sich von den jüngsten Tiefs und der CHF wertete vs. den USD im Mai um 1.8% ab.
- EUR/CHF dürfte sich im Juni seitwärts bewegen, weil weitere Zinsschritte der SNB angesichts der jüngsten Inflationsdaten aus der Schweiz weniger dringend geworden sind.

## Japan

- USD/JPY legte im Mai stark zu und der JPY wertete vs. den USD 2.2% ab.
- USD/JPY dürfte nächsten Monat weiter zulegen, da die Geldpolitik der BoJ expansiv bleibt.

## Wende der Wirtschaftsdynamik zugunsten des USD



Quelle: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Nach dem schwachen Jahresstart gewann der USD wieder etwas an Boden, besonders gegenüber dem EUR. Der EUR profitierte zwar davon, dass die Märkte mehr Zinsschritte durch die EZB einpreisten und sich die Energielage Anfang Jahr unerwartet gut präsentierte, aber das hat sich nun geändert. Die Wirtschaftsdynamik in Europa schlägt um, während sich die US-Daten besser als erwartet entwickeln. Die finalen BIP-Wachstumswahlen für das erste Quartal in Deutschland zeigten, dass sich das Land doch in einer technischen Rezession befand. Dieser Datenpunkt ist zwar rückwärtsgerichtet, aber auch Indikatoren wie die Einkaufsmangerindizes (PMI) der Industrie für Deutschland und die Eurozone haben zuletzt enttäuscht und deuten auf einen eher pessimistischen Ausblick hin. Der Markt hoffte auf Unterstützung für Europa durch China. Jüngste Daten aus China signalisieren aber, dass der wirtschaftliche Aufschwung bereits an Fahrt verliert. Da China für Deutschland ein wichtiger Handelspartner ist, dürfte dies der deutschen Exportwirtschaft schaden. Zudem scheinen die EZB-Erwartungen nun gut eingepreist zu sein. In den USA sank die Inflation schneller als in der Eurozone, wo sich die Kerninflation nach wie vor besonders hartnäckig zeigt. Dies dürfte zu höheren Realzinsen in den USA führen und den USD-Carry-Vorteil wieder attraktiver machen, woran auch eine Pause des Fed nichts ändern wird. Technisch gesehen ist die EUR-Long-Position übertrieben und birgt das Risiko einer Wende. Die Frage zur Schuldenobergrenze ist wohl vorerst gelöst, was die Volatilität verringern und den Marktfokus im nächsten Monat wieder auf die Fundamentaldaten richten dürfte. Wir korrigierten deshalb unseren Einmonatsausblick für EUR/USD nach unten.

## 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](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 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.