

November/Dezember 2023

## Zinsen und Anleihen

Zinskurve bleibt invers

### USA

- Das anschwellende Angebot an Treasury Bonds liess die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen im Oktober um weitere 33 Basispunkte (BP) ansteigen, was sich auch auf die Kreditspannen von Firmenanleihen auswirkte, die sich um 8 BP ausweiteten.
- Die US-Notenbank liess die Leitzinsen unverändert, bekräftigte aber ihre Devise «höherer Zinsen für längere Zeit», da die US-Wirtschaft robust und der Inflationsdruck hoch bleiben.

### Eurozone

- Die Kreditspannen weiteten sich im Oktober in der Eurozone wegen flauer Wirtschaftsdaten und der jüngsten Inflationszahlen, die auf eine deutliche Konjunkturabkühlung hindeuten, um 7 BP aus. In der Folge sanken die Renditen zehnjähriger deutscher Bundesanleihen um 3 BP.
- Die Europäische Zentralbank liess die Leitzinsen unverändert. Angesichts des flauen Wachstums und der prekären geopolitischen Lage sowie der rasch sinkenden Inflation dürfte der Zinserhöhungszyklus abgeschlossen sein.

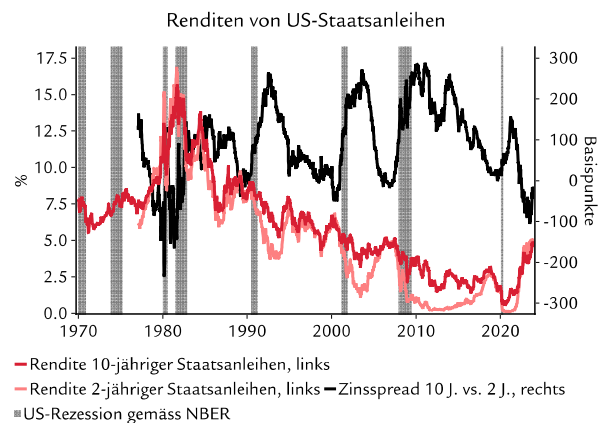
### Vereinigtes Königreich

- Die Renditen zehnjähriger Gilts legten ähnlich wie ihre US-Pendants bei anhaltend hoher Inflation um 7 BP zu.
- Die Märkte erwarten angesichts der derzeitigen konjunkturellen Schwäche keine weiteren Zinsschritte durch die Bank of England.

### Schweiz

- Die Renditen Schweizer Staatsanleihen blieben im Oktober stabil, weil die Stärke der Währung den externen Inflationsdruck effektiv dämpft.
- Frühindikatoren deuten aber auf eine konjunkturelle Abkühlung hin. In Kombination mit einer Inflation unter 2% könnte dieses Szenario die Voraussetzungen dafür schaffen, dass die SNB im Laufe des Jahres 2024 Zinssenkungen in Betracht ziehen wird.

«Bear Steepening» kann weiterhin zu einer Rezession führen



Quelle: Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Ein negativer Spread zwischen zehnjährigen und zweijährigen US-Treasuries gilt i. d. R. als Vorläufer einer Rezession. Die Zinskurve ist aber seit 484 Tagen invers und die US-Wirtschaft zeigt sich äusserst stark. Das BIP-Wachstum im Q3 lag annualisiert bei 4.9% und der Arbeitsmarkt bleibt angespannt. Doch Rezessionen setzen i. d. R. dann ein, wenn die Zinskurve nach einer Inversion steiler wird. Seit dem Erreichen eines Spread von -108 BP im Juni ist die Kurve um 90 BP steiler geworden. Ist das also ein Signal für eine bevorstehende Rezession? Je in. In früheren Zyklen resultierte eine steilere Zinskurve vor einer Rezession meist daraus, dass das kurze Ende der Kurve aufgrund von Zinssenkungen der Zentralbanken schneller fiel als das lange Ende. Beim aktuellen «Bear Steepening» steigt das lange Ende schneller als das kurze, was eine Neubewertung der Wachstums- und der Inflationserwartungen bedeutet. Dies weicht zwar vom Muster der letzten Rezessionen ab, könnte aber dennoch zu einem Abschwung führen, was an die hohe Inflation der 1970er-Jahre erinnert. Die durch das «Bear Steepening» verursachte Verschärfung der Finanzbedingungen dürfte zu tieferen Preisen für Risikoanlagen führen und das Ausfallrisiko erhöhen. Wir halten eine Short-Position beim Kreditrisiko und eine Long-Position bei der Duration, mit Fokus auf der Eurozone, wo die Wirtschaft schneller abkühlt und der Inflationsdruck nachlässt.

# Aktien

Starke Korrektur im Oktober

## USA

- Der US-Aktienmarkt büsste im Oktober 2.3% ein, was zu einer Performance seit Jahresbeginn von 10.5% führte.
- Die Q3-Berichtssaison begann durchgezogen. Das Gewinnwachstum vs. Q3 2022 liegt derzeit bei 2.7%. Firmen mit enttäuschenden Ergebnissen verzeichnen grosse Verluste, Firmen mit überraschend guten Resultaten stark steigende Aktienkurse. Erstmals seit Längerem konnten die Quartalsergebnisse den Markt nicht stimulieren.
- Die Bewertung des US-Aktienmarkts bleibt über dem historischen Mittel. Er ist auf die «glorreichen Sieben» der Tech-Aktien ausgerichtet, die seit Jahresbeginn zugelegt haben und deren Bewertung trotz jüngster Verluste sehr hoch bleibt.

## Eurozone

- Der Markt büsste im Oktober 3.3% ein und die Performance seit Jahresbeginn liegt bei 6.6%.
- Die Berichtssaison war bisher eher enttäuschend.
- Längerfristig bleibt der europäische Markt sehr attraktiv bewertet.

## Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt rentiert im Oktober mit -3.6%. Seit Jahresbeginn legte er 1.4% zu.
- Der britische Markt hat weiterhin die tiefste Bewertung und die höchste Dividendenrendite aller grossen Industrieländer. Das hohe Exposure in Energiefirmen stützt den Markt in einem Umfeld hoher Ölpreise.

## Schweiz

- Die Schweizer Aktien büssten im Oktober 5.1% ein, was zu einer Performance seit Jahresbeginn von -1.4% führte.
- Die Performance von Pharmatiteln und Nestlé bleibt schwach. Ihr Anteil am Schweizer Markt beträgt über 40%. Der Schweizer Markt zeigt sich im aktuellen Abschwung nicht so defensiv wie üblich. Er ist nach dem US-Markt der zweitwerteste Markt.

## Schwellenländer

- Der Oktober war mit -3.9% ein weiterer schwacher Monat. Seit Jahresbeginn verlor der Markt 2.1% und liegt hinter den übrigen Märkten zurück.
- Die chinesische Regierung hat versucht, die Wirtschaft anzukurbeln. Bisher sind jedoch keine Auswirkungen auf den Markt erkennbar.

## Marktauswirkungen geopolitischer Ereignisse

Märkte und geopolitische Ereignisse, nachfolgende 3-Monats-Renditen

Ereignis	Datum	S&P500	US-Staatsanleihen	Rohöl	Gold
Kuwait-Invasion	Aug 90	-10%	1%	38%	-1%
Erster Golfkrieg	Jan 91	20%	2%	-24%	-8%
9/11	Sep 01	4%	0%	-30%	2%
Irakkrieg	Mär 03	12%	7%	2%	6%
Libanonkrieg	Jun 06	7%	3%	-10%	-6%
Annexion der Krim	Mär 14	5%	3%	6%	-2%
Terrorangriffe Paris	Nov 15	-5%	5%	-21%	10%
Invasion der Ukraine	Feb 22	-4%	-8%	24%	-5%
Median		5%	3%	-4%	-2%

Quelle: Goldman Sachs, Swiss Life Asset Managers

Die Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten haben die geopolitischen Risiken drastisch erhöht. Wie reagieren die Märkte auf geopolitische Risiken und Kriege? Gibt es eine länger anhaltende Reaktion oder fällt sie eher verhalten aus? Die Reaktion auf geopolitische Ereignisse fällt tatsächlich eher verhalten aus, und die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft und die Kapitalmärkte sind oft begrenzt. Die obige Tabelle zeigt die Renditen von Anlageklassen für die drei Monate nach Ausbruch einer geopolitischen Krise.

Unter dem Strich entwickelten sich die Aktienmärkte in den drei Monaten nach einem Kriegsausbruch positiv. Vor allem im Ersten Golfkrieg legte der Markt in den darauffolgenden drei Monaten um 20% zu. Nur in einem Fall (Kuwait-Invasion) kam es zu einem zweistelligen Verlust. Auch US-Staatsanleihen legten im Durchschnitt zu. Nur in einem Fall war die Drei-monatsrendite von Staatsanleihen negativ (Ukrainekrieg). Die Erklärung dafür sind jedoch die steigende Inflation und die Zentralbankzinsen, die ein stärkerer Faktor waren als die Nachfrage nach sicheren Anlagen. Die Rohörenditen schwanken beim Ausbruch von Krisen eindeutig am stärksten. Die Medianrendite ist negativ, es gibt aber auch Fälle mit stark positiven Renditen. Wenn ein Krieg im Nahen Osten die Ursache der Unruhen war, war die Rendite zweistellig (der Erste Golfkrieg muss im Zusammenhang mit der Kuwait-Invasion betrachtet werden, das Nettoergebnis war positiv). Die Reaktion von Gold überrascht etwas, da es in einem solchen Umfeld als sicherer Hafen gilt. Gold erzielte in den meisten Fällen eine positive Performance, jedoch nur eine recht kleine.

Es lässt sich also sagen, dass Kriege und andere geopolitische Ereignisse die Finanzmärkte überraschend wenig beeinflussten und sich Risikoanlagen meistens sogar positiv entwickelten.

# Währungen

Krieg im Nahen Osten beeinflusst CHF nur begrenzt

## USA

- Der USD war im Oktober mit sehr guten US-Wirtschaftsdaten und höheren Staatsanleihenrenditen erneut stark. Er legte handelsgewichtet 1% zu.
- Wir halten an unserer positiven USD-Sicht für nächsten Monat fest. Der US-Zinsvorteil («Carry») dürfte gross bleiben und den USD stützen. Obwohl die US-Wirtschaft im Q4 2023 abflauen dürfte, wird sie andere Industrieländer wohl übertreffen.

## Eurozone

- Der EUR wertete im Oktober handelsgewichtet unerwartet leicht auf. EUR/USD schloss den Monat unverändert ab und die EUR-Abwertung vs. CHF wurde durch die Aufwertung vs. GBP und einen deutlichen Anstieg vs. SEK und NOK wettgemacht.
- Wir bleiben bei unserer negativen Sicht auf EUR/USD und erwarten weiterhin eine Seitwärtsbewegung des EUR vs. GBP und CHF.

## Vereinigtes Königreich

- Der September war wegen der Untätigkeit der Bank of England sehr schwach. Doch der Oktober war ruhiger und das GBP wertete vs. USD und EUR nur leicht ab.
- Im Rahmen der generellen USD-Stärke erwarten wir einen tieferen GBP/USD-Wechselkurs bis Jahresende.

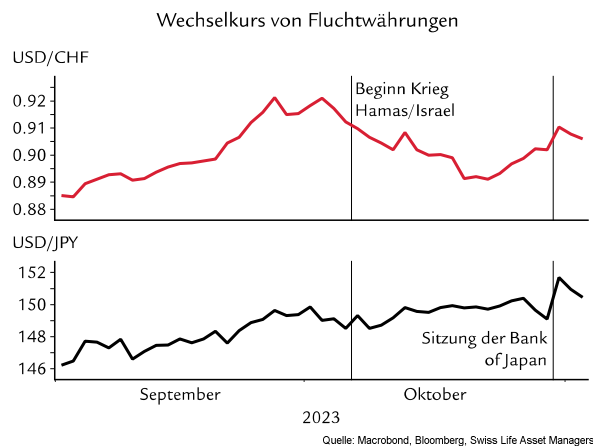
## Schweiz

- Der CHF wertete im Oktober handelsgewichtet 0.7% auf und profitierte von seinem Status als Fluchtwährung inmitten geopolitischer Unruhen.
- Weiteres Aufwertungspotenzial halten wir für beschränkt und bleiben bei unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF und unserer positiven Sicht auf USD/CHF.

## Japan

- Der Ausverkauf des JPY hielt im Oktober an, begünstigt durch die äusserst vorsichtige geldpolitische Normalisierung durch die Bank of Japan.
- Dennoch dürfte die Zentralbank keine Wahl haben, als ihre Politik weiter zu normalisieren, und da der JPY deutlich unterbewertet ist, dürfte USD/JPY bis Jahresende wieder sinken.

## Geldpolitik und nicht Geopolitik treibt die JPY-Performance



Ein neuer geopolitischer Schock traf die Märkte am 7. Oktober, als die Hamas Israel angriff. Die Auswirkungen auf die Finanzmärkte waren aber von kurzer Dauer. Die Ölpreise stiegen zunächst an und der CHF, der als Fluchtwährung gilt, wertete bis Mitte Oktober auf (siehe Grafik). Beide Entwicklungen kehrten sich in der zweiten Monathälfte teilweise um, auch als die Lage im Nahen Osten sehr angespannt blieb. Die andere klassische Fluchtwährung, der JPY, wertete im Oktober vs. USD gar weiter ab. Hier war die Sitzung der Bank of Japan vom 31. Oktober ein wichtigerer Performancetreiber als die geopolitische Lage, da der halbherzige Versuch einer Normalisierung der Geldpolitik die Anleger enttäuschte und zu einem Ausverkauf des JPY führte.

Für den Nahen Osten haben wir drei Szenarien formuliert: (1) Ein Krieg, der auf Israel und die palästinensischen Gebiete beschränkt bleibt und sich kaum auf die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte auswirkt. (2) Ein zweites Szenario bewahrheitet sich bereits teilweise: Nachbarländer wie Libanon und Syrien werden hineingezogen, was als Stellvertreterkrieg zwischen Israel und dem Iran angesehen werden kann. In diesem Szenario dürfte es bei Energiepreisen und in der Fluchtwährung CHF eine gewisse Risikoprämie geben. (3) Nur im Worst-Case-Szenario, bei einer Eskalation in eine direkte Konfrontation zwischen Israel und Iran, erwarten wir einen deutlichen Anstieg der Energiepreise, eine markante CHF-Aufwertung und grosse negative Auswirkungen auf die Weltwirtschaft und Risikoanlagen. Doch dieses Szenario halten wir für eher unwahrscheinlich.

## 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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.