

Jahresausblick 2024

Zinsen und Anleihen

Zeichen stehen gut für Investment-Grade-Anleihen

USA

- Die Abwärtskorrektur bei den geplanten Emissionen von US-Treasuries, die sinkende Inflation und schwächere Wirtschaftszahlen führten im November zu stark sinkenden Zinsen und Kreditspannen.
- Angesichts des erwarteten Wachstums- und Inflationsrückgangs dürfte das Fed die Zinsen 2024 senken, wovon Firmenanleihen trotz der erwarteten leicht höheren Kreditspannen profitieren dürften.

Eurozone

- In der Eurozone liess die Inflation wegen der stagnierenden Wirtschaft deutlich nach. Die EZB passte daraufhin ihre Rhetorik an, was zu tieferen Staatsanleiherenditen und tieferen Kreditspannen beitrug.
- Da sich die Gesamtinflation dem EZB-Ziel nähert und sich die Konjunktur weiterhin abschwächt, könnte die EZB ihre restriktive Geldpolitik bald lockern. Die Zinsen dürften im Verlauf von 2024 sinken und die Kreditspannen etwas ansteigen.

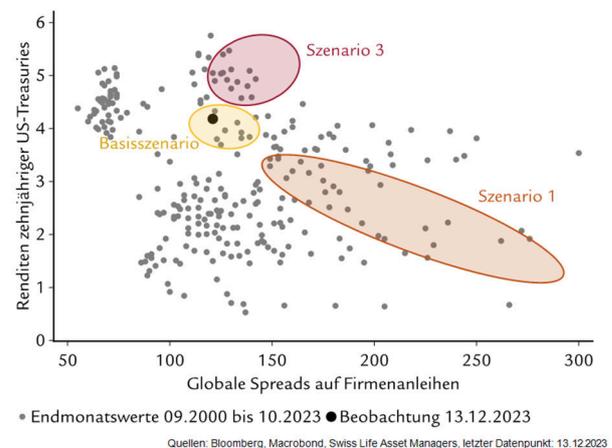
Vereinigtes Königreich

- Das Vereinigte Königreich verzeichnete zwar jüngst ähnlich wie andere grosse Länder tiefere Staatsanleiherenditen, aber das Makroumfeld ist weniger günstig. Dies ist v. a. auf die mit 5.7% im Oktober immer noch hohe Kerninflation trotz gedämpftem Wirtschaftswachstum zurückzuführen.
- Von den grossen Zentralbanken dürfte die Bank of England als letzte die Zinsen senken, was eine Erholung der Wirtschaft erschwert. Wir erwarten bei den Zinsen einen Abwärtstrend, wenn auch weniger ausgeprägt als in den USA und der Eurozone.

Schweiz

- In der Schweiz bleibt die Inflation unter Kontrolle; trotz einem Wirtschaftswachstum unter dem Potenzial rechnen wir 2024 nicht mit einer Rezession.
- Die SNB ist in einer komfortablen Lage, um 2024 mit Zinssenkungen zu beginnen. Dies dürfte angesichts des attraktiven Carry die Long-Position in der Duration und die Risk-on-Position im Schweizer Anleihenmarkt stützen.

Spread- und Zinspfad in verschiedenen Wirtschaftsszenarien



2023 rechneten viele mit einer US-Rezession, die dann nicht eintrat. Trotz Problemen wie der US-Bankenkrise, geopolitischen Spannungen und der Immobilienkrise in China blieb die Weltwirtschaft robust und Risikoanlagen hielten sich gut. Seit Jahresbeginn gingen die Kreditspannen um ca. 20 Basispunkte (BP) zurück, die Renditen auf Staatsanleihen in den USA legten um ca. 30 BP zu, in Europa sanken sie um 40 BP. Die Gesamtrenditen von EUR- und USD-Anleihen waren solide mit 6.3% bzw. 5.2%. 2024 könnten schwaches Wachstum und geringere Inflation den Weg für eine globale Lockerung der Geldpolitik ebnen (Basisszenario). Dies ist aber weitgehend von den Märkten eingepreist, was zu grosser Zins- und Spreadvolatilität führen könnte, sollten künftige Daten von diesem Szenario abweichen. Sollten Inflation und Wachstum die Erwartungen übertreffen, könnte dies ein Nachteil für die Anleger sein, da Spreads und Zinsen vom aktuellen Niveau ansteigen dürften (Szenario 3). Umgekehrt könnte eine globale Rezession attraktive Renditen liefern, da steigende Kreditspannen durch einen stärkeren Zinsrückgang ausgeglichen werden dürften (Szenario 1). Investment-Grade-Anleihen sind aktuell eine der attraktivsten Anlageklassen. Hohe Gesamtrenditen und potenziell tiefere Zinsen lassen in einem allgemein günstigen wirtschaftlichen Umfeld für diese Anlageklasse 2024 potenziell hohe Gesamtrenditen erwarten.

Aktien

Vortreffliches Jahr 2023, tiefere Erwartungen für 2024

USA

- Der US-Markt legte 2023 bisher 24.7% zu (alle Daten per 13.12.), nachdem er 2022 19.8% verloren hatte. Diese hervorragende Performance ist v. a. den «glorreichen Sieben» (den grossen Tech-Aktien) zu verdanken, die wegen des KI-Hypes über 100% zulegten.
- Die Performance der Anlagestile variierte stark. Ein gleich gewichteter Index der Aktien im S&P 500 stieg nur um 10% an, Wertaktien legten 4.5% zu und dividendenstarke Aktien verloren 1%. Auch Small Caps lagen 10% unter dem breiten Index.
- Wir halten es für unwahrscheinlich, dass die glorreichen Sieben ein weiteres derartig gutes Jahr haben werden. Der US-Markt ist eindeutig teuer bewertet.

Eurozone

- Aktien der Eurozone legten 2023 um 18.4% zu, nachdem sie 2022 12.5% eingebüsst hatten.
- Die gute Performance ist viel breiter abgestützt als in den USA. In Europa entwickelten sich Wert- und Wachstumsaktien analog zum breiten Markt.
- Die Bewertung des europäischen Markts ist tief und der Abschlag vs. US-Markt sehr hoch. Diese Bewertungslücke dürfte irgendwann abnehmen, aber derzeit fehlt für eine Konvergenz ein Auslöser.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt legte 2023 5.0% zu – eine der schwächsten Entwicklungen der Industrieländer.
- Er profitiert aber von der tiefsten Bewertung und der höchsten Dividendenrendite aller grossen Industrieländer.

Schweiz

- Der Schweizer Markt legte 2023 5.6% zu und blieb in CHF rund 9% hinter dem globalen Markt zurück.
- Von den grössten Aktien zeigten sich v. a. Roche (-10%) und Nestlé (-5%) schwach. Sie machen rund 29% des Swiss Market Index (SMI) aus.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der zweitteuerste Markt.

Schwellenländer

- Schwellenländeraktien legten 2023 um 4.3% zu. Den grössten Negativeffekt hatte China mit einer Performance von -13.6% (in USD). China macht rund 30% des Index aus.

Bewertungsraster globaler Aktien (aktuelles Niveau 9670)

	Erwartetes Gewinnwachstum								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
10	4203	4466	4728	4991	5254	5516	5779	6042	6304
11	4623	4912	5201	5490	5779	6068	6357	6646	6935
12	5043	5359	5674	5989	6304	6619	6935	7250	7565
13	5464	5805	6147	6488	6830	7171	7513	7854	8196
14	5884	6252	6619	6987	7355	7723	8090	8458	8826
15	6304	6698	7092	7486	7880	8274	8668	9062	9456
16	6725	7145	7565	7985	8406	8826	9246	9667	10087
17	7145	7591	8038	8484	8931	9378	9824	10271	10717
18	7565	8038	8511	8984	9456	9929	10402	10875	11348
19	7985	8484	8984	9483	9982	10481	10980	11479	11978
20	8406	8931	9456	9982	10507	11032	11558	12083	12609
21	8826	9378	9929	10481	11032	11584	12136	12687	13239
22	9246	9824	10402	10980	11558	12136	12714	13291	13869
23	9667	10271	10875	11479	12083	12687	13291	13896	14500
24	10087	10717	11348	11978	12609	13239	13869	14500	15130
25	10507	11164	11820	12477	13134	13791	14447	15104	15761

Quellen: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers, letzter Datenpunkt: 14.12.2023

Unser Makroausblick geht von einer Abschwächung der US-Wirtschaft im ersten Halbjahr 2024 sowie von sinkenden Inflationsraten und Zinsen in den Industrieländern aus. Basierend auf diesem Ausblick dürfte der globale Aktienmarkt 2024 ein realistisches Performancepotenzial von 3 bis 7% (Gesamtrendite inkl. Dividenden) aufweisen. Dies deckt sich mit dem erwarteten Gewinnwachstum und setzt voraus, dass die Bewertungen weitgehend auf dem aktuellen Niveau bleiben. Dieser positive Gesamtjahresausblick beruht auf unserer Erwartung, dass die Zentralbanken im zweiten Quartal mit Zinssenkungen beginnen werden. Für positive einstellige Renditen sprechen auch die relativ tiefe Bewertung der globalen Aktienmärkte (ohne USA) und die historisch gute Entwicklung von Aktien, immer wenn am Ende der Fed-Zinserhöhungen eine sanfte Landung oder eine nur milde Rezession folgte. Negativ ist, dass wir derzeit eine sehr straffe Geldpolitik haben und eine Bewertung, die eine mögliche Rezession nicht berücksichtigt. Ausserdem sind Anleihen und Cash vs. Aktien sehr attraktiv geworden, da ihre Renditen nun nahe an der Gewinnrendite von Aktien liegen (primär in den USA). Wie gross ist das Abwärtspotenzial? Die Tabelle oben zeigt ein Raster mit der Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV) und dem Gewinnwachstum als Variablen. Das aktuell erwartete Gewinnwachstum liegt bei rund 10%, das KGV bei rund 18. Basierend auf diesen Annahmen liegt der theoretische Wert des globalen Aktienmarkts rund 8% über dem aktuellen Niveau. Beträgt das Gewinnwachstum 5% (aus unserer Sicht realistischer), liegt der faire Wert rund 3% über dem aktuellen Wert. Fällt das KGV und/oder die Gewinnerwartungen geringer aus, kann es zu grossen Verlusten kommen. Unsere Sicht über einen und drei Monate ist neutral und für das Gesamtjahr 2024 positiv. Die jüngste Kehrtwende des Fed sind klar positiv, aber der Markt hat in Erwartung tieferer Zinsen bereits stark aufgewertet.

Währungen

USD-Stärke nimmt 2024 wieder zu

USA

- Der USD war 2023 stark vom Auf und Ab der geldpolitischen Erwartungen und der Renditen auf US-Staatsanleihen getrieben und schloss das Jahr durchgezogen ab (alle Daten per 13. Dezember). Zu den Verlierern von 2023 gehörten Währungen von Rohstoffexporteuren; lateinamerikanische Währungen sowie CHF, GBP und EUR werteten vs. USD auf.
- Der USD dürfte 2024 vs. die meisten grossen Industrieländerwährungen aufwerten, trotz erwarteten Zinssenkungen durch das Fed. Andere Zentralbanken von Industrieländern mit Ausnahme der Bank of Japan dürften ihre Geldpolitik ebenfalls lockern und der Zinsvorteil («Carry») spricht generell für den USD.

Eurozone

- Der EUR wertete vs. USD 2023 leicht auf, verlor aber vs. GBP und CHF, sodass der handelsgewichtete Wechselkurs fast unverändert blieb.
- Der EUR dürfte 2024 bei schwachem Wachstum, nachlassendem Inflationsdruck und der daraus folgenden geldpolitischen Lockerung schwach bleiben.

Vereinigtes Königreich

- Trotz schwachem Wirtschaftswachstum wertete das GBP vs. USD und EUR auf, weil der hartnäckige Inflationsdruck die Geldpolitik sehr straff hielt.
- Entsprechend unserer Erwartung eines starken USD dürfte sich GBP/USD 2024 etwas abschwächen.

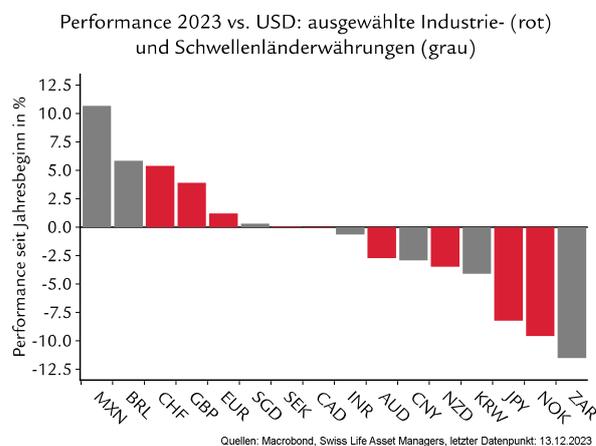
Schweiz

- Der CHF wertete 2023 vs. alle übrigen Industrieländerwährungen auf.
- Trotz des Carry-Nachteils des CHF halten wir das Abwärtsrisiko für sehr beschränkt, da der CHF die bevorzugte Fluchtwährung bleiben dürfte.

Japan

- Abgesehen von der NOK wies der JPY 2023 die schwächste Performance aller Hauptwährungen auf, weil die Bank of Japan an ihrer Negativzinspolitik festhielt.
- Die Geldpolitik dürfte sich 2024 nicht ausreichend normalisieren, um den JPY mit seinem grossen Carry-Nachteil attraktiv zu machen.

2023: ein durchgezogenes Jahr für den USD



Vor einem Jahr prognostizierten wir, dass der «USD-Superzyklus» 2023 enden würde. Nach dem Jahr 2022, in dem der USD fast alle Währungen schlug, zeigt die Performancetabelle 2023 für den USD bisher ein gemischtes Bild (siehe oben). Wie im Vorjahr lagen der mexikanische Peso (MXN) und der brasilianische Real (BRL) an der Spitze der Tabelle, unter den Industrieländern waren es CHF, EUR und GBP, die bei Redaktionsschluss vs. USD leicht aufwerteten. Für 2024 ist unsere Sicht auf den USD positiv. Obwohl die Wirtschaftsdynamik in den USA 2024 abnehmen dürfte, ist die Wirtschaftslage in Europa nach eineinhalb Jahren Stagnation problematischer, während der Inflationsdruck deutlich nachgelassen hat. Die EZB dürfte daher 2024 leicht mehr Zinssenkungen vornehmen als das Fed. Dieses Szenario wurde von den Märkten auch nach der Neubewertung der Geldpolitik nach der FOMC-Sitzung vom 13. Dezember nicht vollständig eingepreist. Die Zinsdifferenzen zwischen den USA und der Eurozone könnten sich daher 2024 vergrössern. Dieser «Carry-Vorteil» war in den letzten Jahren eine grosse Stütze für den USD und ist der Hauptgrund für unsere positive Sicht. Umgekehrt sehen wir deshalb auch den JPY-Ausblick weniger positiv als der Konsens. Trotz der erwarteten Abschaffung der Negativzinspolitik der Bank of Japan bleibt der Carry-Nachteil vs. USD gross, was das Aufwertungspotenzial des JPY vs. USD begrenzt. Für den CHF wirkt das Carry-Argument weniger belastend als den für den JPY. Der CHF war 2023 die bevorzugte Fluchtwährung («sicherer Hafen») und dürfte es auch 2024 bleiben, da die wirtschaftliche und die (geo-)politische Unsicherheit sehr gross bleiben.

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 liege den 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 VIIIs gt 1, NO-0161 Oslo.