

Februar 2024

Zinsen und Anleihen

Gleiche Lösung für unterschiedliche Probleme

USA

- Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg im Januar um 15 BP, die Firmenanleihspreads verengten sich um 4 BP. Diese Spreadniveaus gab es seit Beginn des Zinserhöhungszyklus des Fed noch nie.
- Die Marktteilnehmer rechnen derzeit mit einer ersten Leitzinssenkung bis Mai und einer 50%igen Chance einer Senkung bereits im März (alle Daten auf dieser Seite per 30. Januar).

Eurozone

- Die Kreditspannen der Eurozone sind zwar immer noch höher als ihre US-Pendants, sinken aber allmählich. Sie gingen im Januar um 9 BP zurück, während die Renditen zehnjähriger deutscher Bundesanleihen um 18 BP stiegen.
- Die Europäische Zentralbank (EZB) hielt die Leitzinsen im Januar stabil, signalisierte aber, dass ab Sommer Senkungen möglich sind. Der Markt erwartet eine mögliche Senkung bereits für April.

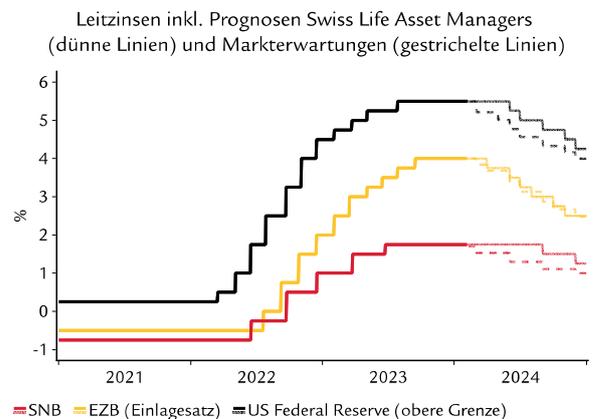
Vereinigtes Königreich

- Im Vereinigten Königreich stiegen die Renditen zehnjähriger Gilts im Januar um 34 BP und die Kreditspannen verengten sich um 7 BP auf ein Zweijahrestief.
- Der aggregierte britische Einkaufsmanagerindex (PMI) liegt seit November wieder im expansiven Bereich und die Inflation zog unerwartet wieder auf 4% an. Damit nimmt der Druck auf die Bank of England, ihre Zinssenkungen zu verschieben, zu. Dies gefährdet die für Juni erwartete erste Zinssenkung.

Schweiz

- In der Schweiz liegen die Renditen zehnjähriger Anleihen bei tiefen 0.8% und die Kreditspannen von Firmenanleihen bei nur 83 BP.
- Die Inflationsrate der Schweiz verharret seit Juni 2023 im Zielband der SNB von 0 bis 2%. Gepaart mit tiefen PMIs und einem starken CHF könnten diese Faktoren dazu führen, dass die SNB schon vor September (unsere ursprüngliche Erwartung) eine erste Zinssenkung in Betracht zieht.

Unterschiedliche Zinspfade der Zentralbanken erwartet



Die Inflation liegt zwar in vielen Ländern noch nicht unter dem 2%-Ziel, geht aber weiter zurück, weshalb die Zentralbanken erste Zinssenkungen vorbereiten. Die Märkte erwarten für 2024 mit Zinssenkungen von rund 100 BP in den USA, der Eurozone und Grossbritannien einen recht synchronen Verlauf. Für die SNB erwarten die Märkte für 2024 Senkungen um 50 BP, aber von tieferem Niveau aus. Diese Erwartung eines synchronen Verlaufs erscheint angesichts der unterschiedlichen Wirtschaftsdynamik in den Regionen widersprüchlich. Die Eurozone, Grossbritannien und die Schweiz verzeichnen ein sehr schwaches BIP-Wachstum, während die Inflationsraten in den letzten Monaten deutlich sanken. Insbesondere die Inflation in der Schweiz liegt seit Juni 2023 bereits wieder im Zielband. Die US-Wirtschaft hingegen wuchs im zweiten Halbjahr 2023 solide und die Inflation lag in den letzten sieben Monaten bei über 3% im Jahresvergleich. Steigende Transportkosten und Ölpreise, befeuert durch die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten, sowie die jüngste finanzielle Lockerung könnten die Inflation wieder entfachen und die erwarteten Zinssenkungen infrage stellen. In diesem Umfeld sind wir bei der Duration neutral, ziehen aber europäische Zinsen ihren US-Pendants vor. Zudem erscheint das Kreditrisiko in Europa derzeit attraktiver, da die Spreads im Vergleich zu den USA immer noch relativ hoch sind.

Aktien

Überraschend guter Start ins neue Jahr

USA

- Der US-Markt legte im Januar 1.5% zu. Die Aktien der «Magnificent 7» (+1.8%) waren wiederum ein Haupttreiber der positiven Performance. Aufgrund der USD-Aufwertung fiel die Performance in CHF deutlich höher aus (+4.0%).
- Die Berichtssaison hat gerade erst begonnen. Der prozentuale Anteil der S&P-500-Firmen, die mit positiven Gewinnen überraschen, ist unterdurchschnittlich. Die von den Firmen ausgewiesenen aggregierten Gewinne liegen unter den Erwartungen.
- Die Bewertung des US-Marktes liegt nach wie vor weit über dem historischen Durchschnitt und auch viel höher als in den übrigen Märkten (siehe Grafik).

Eurozone

- Der Markt legte im Januar 2024 2.2% zu.
- Die Berichtssaison hat gerade erst begonnen. SAP, die grösste Technologiefirma Europas, verzeichnete zufriedenstellende Ergebnisse und kündigte eine Reorganisation an.
- Der europäische Markt bleibt langfristig betrachtet sehr attraktiv bewertet. Je nach Kennzahl liegt die Bewertung vs. US-Markt auf einem Allzeittief.

Vereinigtes Königreich

- Abgesehen von den Schwellenländern erzielte Grossbritannien bisher als einziges Land eine negative Performance (-1.2%).
- Der britische Markt bleibt von allen grossen Industrieländern der am tiefsten bewertete Markt mit der höchsten Dividendenrendite (4.1%). Grossbritannien dürfte aber derzeit eine «Value Trap» sein.

Schweiz

- Auch der Schweizer Markt startete mit 1.6% positiv ins Jahr.
- Die Indexschergewichte mit Ausnahme von Roche starteten positiv und Lonza legte über 20% zu.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der zweitteuerste Markt (siehe Grafik).

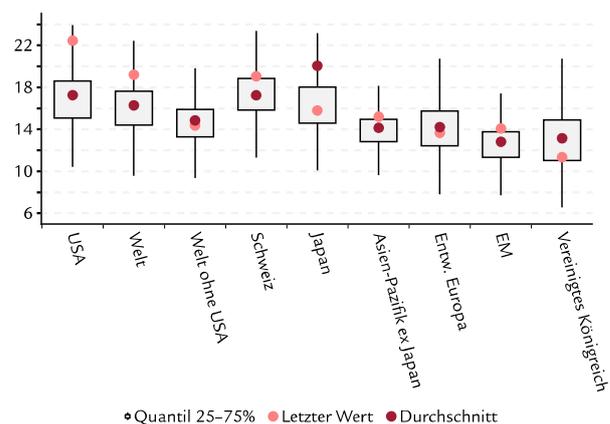
Schwellenländer

- Die Schwellenländer entwickelten sich im Januar mit -4.6% weiterhin unterdurchschnittlich.
- Haupttreiber ist wie schon letztes Jahr der chinesische Aktienmarkt. In USD büsste der Markt 10.6% ein. Er scheint immer noch nicht an die Bemühungen der Regierung zur Stützung der Wirtschaft zu glauben.

Schweizer Aktienmarkt: Rückblick und Ausblick

Der Schweizer Large-Cap-Aktienmarkt legte 2023 nur um 3.8% zu, globale Aktien in CHF um rund 13%. Schweizer Small Caps entwickelten sich ähnlich wie Large Caps, und globale Small Caps erzielten eine Gesamtrendite von 5%. Die deutliche Underperformance des Schweizer (Large-Cap-)Markts 2023 ist auf firmenspezifische Faktoren und die einzigartige Sektorallokation zurückzuführen. Auf Firmenebene erzielten die beiden Indexschergewichte Roche und Nestlé (30% des Index) eine Performance von -13% bzw. -6%. Um mit globalen Aktien Schritt zu halten, hätten die restlichen 70% des Index eine Rendite von 23% benötigt, was viel ist, wenn man bedenkt, dass der Markt nur sehr wenig in den performancestarken Sektoren IT und Kommunikationsdienste engagiert ist. Diese beiden Sektoren, die letztes Jahr global in CHF mit 40 bis 45% rentierten, haben im SPI ein Gewicht von rund 2%. Renditeschwache Sektoren wie Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter (rund 50% des Index in der Schweiz) büssten letztes Jahr global rund 5% ein. Für 2024 ist unser Ausblick für den Schweizer Markt (Large und Small Caps) positiv. Da die Gesamttrenditen globaler Industrieländeraktien dieses Jahr rund 5% betragen und das erste Halbjahr eher schwach ausfallen dürfte, könnten defensive Aktien mit ordentlichen Dividendenrenditen ein Comeback feiern. Zudem ist die Bewertungsprämie des Schweizer Markts vs. andere Märkte angemessen und die Bewertung des Schweizer Markts liegt historisch gesehen am oberen Ende der neutralen Bandbreite. Wir empfehlen Anlagen in den SPI und den SPI Extra Index, um vom vollen Potenzial des Schweizer Markts und einer besseren Sektordiversifikation zu profitieren.

Bewertung globaler Aktien (erwartetes KGV), 2004–2024



● Quantil 25–75% ● Letzter Wert ● Durchschnitt

Quellen: Swiss Life Asset Managers, Macrobond, Bloomberg, Letzter verfügbarer Datenpunkt: 29.12.2023

Währungen

Fed und überraschend positive Daten stützen USD

USA

- Der USD startete gut ins Jahr 2024 und wertete vs. fast alle Industrie- und Schwellenländerwährungen auf.
- Wir halten an unserer positiven USD-Sicht fest (siehe Haupttext). Die Januarsitzung des Fed, an der Präsident Powell den Erwartungen einer ersten Zinssenkung im März widersprach, bestätigte unsere Ansicht, dass eine erste Zinssenkung im Sommer wahrscheinlicher ist. Dies dürfte einige Abwärtsrisiken für den USD auf kurze Sicht beseitigen.

Eurozone

- Der EUR büsste vs. den USD im Januar 2% ein, wertete aber vs. den CHF leicht und vs. NOK und SEK stärker auf.
- Der EUR dürfte 2024 bei schwachem Wachstum, nachlassendem Inflationsdruck und der daraus folgenden geldpolitischen Lockerung schwach bleiben.

Vereinigtes Königreich

- Unerwartet gute Wirtschaftsdaten und ein überraschender Inflationsanstieg werteten das GBP vs. den EUR um 1.7% auf. Gegenüber dem USD blieb das GBP in etwa stabil.
- Dennoch dürfte GBP/USD im Februar leicht sinken, was sich mit unserer Einschätzung eines insgesamt starken USD deckt.

Schweiz

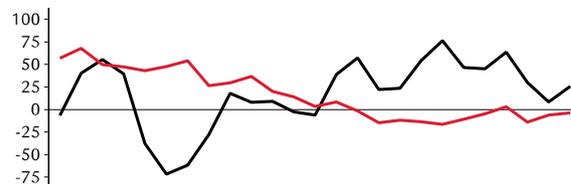
- Der Aufwertungstrend des CHF wurde im Januar gestoppt: Der handelsgewichtete CHF verlor im Monatsverlauf 0.7%. SNB-Präsident Thomas Jordan erwähnte in einem Interview, dass der starke CHF der SNB Sorge bereitet, eine Aussage, die zur CHF-Abwertung beigetragen haben könnte.
- Für Februar ist unsere Sicht auf EUR/CHF neutral und auf USD/CHF positiv.

Japan

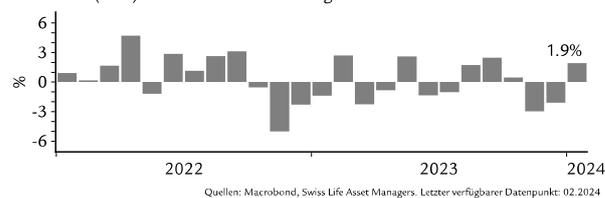
- Der JPY büsste im Januar 4% zum USD ein, weil die Bank of Japan mit der Normalisierung der Geldpolitik abwartete und die Inflationszahlen für den Raum Tokio stark nach unten überraschten.
- Die Geldpolitik dürfte sich 2024 nicht ausreichend normalisieren, um den JPY mit seinem grossen Carry-Nachteil attraktiv zu machen.

Starke US-Daten und starker USD im Januar 2024

Citi US Economic Surprise Index (schwarz) und Inflation Surprise Index (rot)



USD-Index (DXY): monatliche Veränderung in %



Der USD schloss das Jahr 2023 schwach ab. Ein starker Rückgang der Renditen auf US-Staatsanleihen und die rhetorische Kehrtwende des Fed vom Dezember belasteten den USD. Die US-Wirtschaftsdaten überraschten erneut positiv, jedoch weniger stark als im dritten Quartal (siehe Grafik). Im Januar 2024 feierte der USD aber wie erwartet ein Comeback: Der USD-Index (USD vs. einen Korb mit sechs Industrieländerwährungen) legte 1.9% zu. Für einmal waren die geldpolitischen Erwartungen nicht der Haupttreiber. Zwar wurden die überoptimistischen Markterwartungen signifikanter Zinssenkungen durch das Fed etwas gedämpft, aber das galt auch für die Erwartungen an Senkungen durch andere Zentralbanken, die Anfang Jahr etwas zu hoch waren. Drei Faktoren dürften den USD im Januar begünstigt haben: Der erste Faktor ist technischer Natur: die spekulative Positionierung war Ende 2023 sehr short in USD und long in EUR. Einige dieser Positionen wurden im Januar abgebaut und dies trug zur Erholung des USD nach zwei schwachen Monaten bei. Zweitens überraschten die US-Wirtschaftsdaten, v. a. die erste Schätzung zum BIP-Wachstum im vierten Quartal 2023, erneut positiv, was zum Anstieg des Citi Economic Surprise Index beitrug und die Ansicht bestätigte, dass die US-Wirtschaft Anfang 2024 besser aufgestellt war als der Rest der Industrieländer. Drittens, und sehr wichtig, sprach die Zinsdifferenz («Carry-Vorteil») für einen starken USD. Die beiden letztgenannten Treiber dürften kurzfristig anhalten, weshalb wir an unserer positiven USD-Sicht festhalten.

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.