

Juli 2024

Zinsen und Anleihen

Volatilität der Spreads ist zurück

Übersicht Anleiherenditen und Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Juni 2024*	Year-to-date*	Aktuell	Juni 2024*	Year-to-date*
US	4.3%	-17 BP	45 BP	94 BP	9 BP	-5 BP
Eurozone	2.5%	-21 BP	43 BP	120 BP	12 BP	-18 BP
UK	4.1%	-19 BP	60 BP	124 BP	10 BP	-15 BP
CH	0.6%	-29 BP	-9 BP	83 BP	6 BP	1 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE, BP = Basispunkte.
* Entwicklung bis 26. Juni. Quelle: Bloomberg

USA

- Die US-Makrodaten haben jüngst enttäuscht, aber die Wirtschaft bleibt vergleichsweise robust.
- Wegen nachlassender Wirtschaftsdynamik sind Leitzinssenkungen wahrscheinlicher geworden. Wir erwarten 2024 zwei Zinssenkungen durch das Fed.

Eurozone

- Die Eurozonenwirtschaft scheint die Talsohle erreicht zu haben; die Konsensschätzungen für das BIP-Wachstum 2024 wurden nach oben revidiert.
- Die EZB senkte ihren Leitzins im Juni, blieb aber bezüglich weiterer Schritte vage und erhöhte ihre Inflationsprognosen für 2024 und 2025. Wir rechnen dieses Jahr mit zwei weiteren Zinssenkungen.

UK

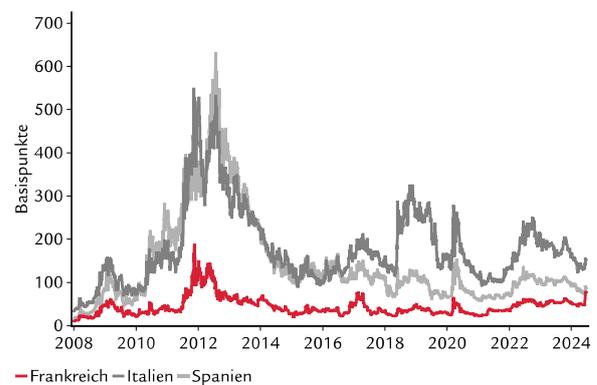
- Die Konsensusprognose für das britische BIP-Wachstum 2024 stieg dank einigen positiven Datenüberraschungen an.
- Trotz der Wirtschaftserholung und der noch hohen Dienstleistungsinflation dürfte die Bank of England ihren Leitzins bis Dezember 2024 zweimal senken.

Schweiz

- Die Mai-Kerninflation lag unter den Erwartungen und die CHF-Aufwertung trägt zu disinflationären Tendenzen bei.
- Entgegen den Markterwartungen senkte die SNB am 20. Juni den Leitzins um 25 BP und korrigierte ihre Inflationsprognosen nach unten. Für 2024 erwarten wir keine weitere Zinssenkung.

Rückkehr der Spread-Volatilität in den Märkten

Spreads 10-jähriger Staatsanleihen über deutschen Bundesanleihen



— Frankreich — Italien — Spanien
Quellen: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 26.06.2024

Nach den Europawahlen und der Ankündigung vorgezogener Neuwahlen (am 30. Juni und 7. Juli) in Frankreich weiteten sich die Spreads französischer Staatsanleihen auf den höchsten Stand seit März 2013, um dem höheren politischen Risiko Rechnung zu tragen. Denn ein Sieg von linken oder rechten Kräften würde eine Haushaltskonsolidierung noch unwahrscheinlicher machen und die Entscheidungsfindung auf französischer und EU-Ebene potenziell erschweren. Für Kredit Anleger sind derzeit drei Punkte positiv. Erstens notieren die absoluten Renditeniveaus von Investment-Grade- (IG) und High-Yield-Anleihen (HY) über ihrem Zehnjahresdurchschnitt. Zweitens bleiben die Rezessionswahrscheinlichkeiten in der EU und den USA gering. Drittens sind 2024 Zinssenkungen seitens Fed und EZB zu erwarten. Negativ sind die hohe Kreditnachfrage und die unterdurchschnittlichen Kreditspannen v. a. in den USA. In Europa weiten sich die Kreditspannen im Vergleich zu den USA aufgrund (geo)politischer Risiken weiter aus. Wir bleiben bei IG-Anleihen (in USD und EUR) und HY-USD-Anleihen über drei Monate neutral, erwarten aber bei HY-EUR-Anleihen einen höheren Spread. Wir erwarten tiefere Staatsanleihenrenditen in Europa und den USA und eine Seitwärtsbewegung in der Schweiz. Die erhöhte Zinsvolatilität in den USA verdeutlicht die Risiken punkto Inflation und Leitzinssenkungen seitens Fed.

Aktien

Ein weiterer guter Monat

Übersicht Aktienmarktperformance

	Juni 2024*	Year-to-date*
USA	3.8%	14.9%
Eurozone	-1.9%	9.0%
Vereinigtes Königreich	-0.3%	8.6%
Schweiz	-0.1%	8.9%
Schwellenländer	3.8%	7.4%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.
* Entwicklung bis 26. Juni. Quelle: Bloomberg

USA

- Der US-Markt setzte seinen Aufwärtstrend im Juni fort und liegt mit +15% seit Jahresbeginn klar über unserer oberen Schätzung von rund +7%.
- Wesentlicher Treiber der positiven Marktentwicklung waren die gute Berichtssaison und Aufwärtskorrekturen bei den Gewinnerwartungen.
- Wie letztes Jahr variieren die Entwicklungen seit Jahresbeginn je nach Stil und Sektor stark. Wertaktien legten um 7.3% zu, Wachstumsaktien um 22.2%. Momentum war 2024 mit einem Plus von 24.9% der performancestärkste Stil. Die Rally beschränkt sich immer noch auf Mega Large Caps, während Small Caps 2024 bisher nur 0.9% zugelegt haben.
- Der US-Markt ist teuer und seine Bewertung ist im Vergleich zu allen anderen Märkten am höchsten.

Eurozone

- Die Ankündigung vorgezogener Parlamentswahlen in Frankreich nach dem Sieg der Rechten bei der Europawahl belastete die europäischen Aktien im Juni.
- Der europäische Markt ist nun neutral bewertet.

UK

- Vor den Parlamentswahlen am 4. Juli schloss der britische Markt den Monat leicht im Minus ab.
- Der britische Markt bleibt tief bewertet.

Schweiz

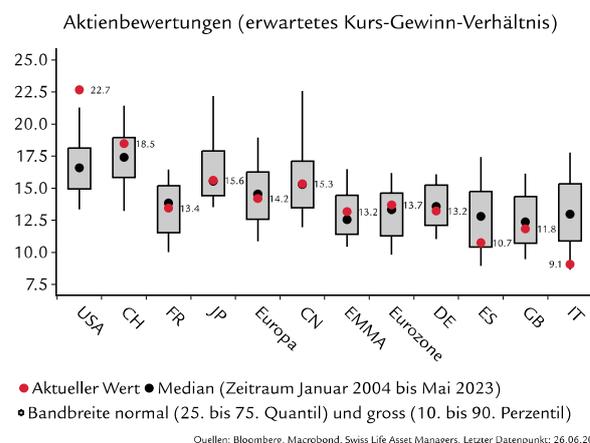
- Schweizer Aktien performten besser als ihre europäischen Pendanten, da die SNB die Märkte mit einer zweiten Zinssenkung überraschte.
- Der Schweizer Markt ist der zweitteuerste Markt.

Schwellenländer

- Die Schwellenländer zeigen weiterhin ein heterogenes Bild: Der chinesische Markt legte dieses Jahr 6.9% zu, der brasilianische Markt gab 18% nach.

Bilanz des aktuellen Marktumfelds

Mitte Jahr ist es Zeit, das Marktpotenzial für das zweite Halbjahr einzuschätzen. Globale Aktien legten in diesem Jahr bisher um 14% zu und übertrafen unsere geschätzte Renditebandbreite von 4 bis 7%. Für die Zukunft sehen wir positive wie negative Aspekte. Negativ ist, dass die Bewertung, v. a. des US-Markts, hoch, und die relative Attraktivität im Vergleich zu Anleihen gering ist. Das aktuelle (erwartete) Kurs-Gewinn-Verhältnis in den USA liegt in den Top 5% der letzten 20 Jahre (siehe Grafik). Zudem bleibt das geldpolitische Umfeld restriktiv und die hohen Zinsen dürften irgendwann Preise und Bewertungen belasten. Des Weiteren bleiben die geopolitischen Risiken hoch und die bevorstehenden US-Wahlen könnten für mehr Volatilität sorgen. Der Aktienmarkt wird nach wie vor nur von sehr wenigen US-Tech-Aktien bestimmt und verzeichnete dieses Jahr bisher keinen nennenswerten Einbruch.



Positiv zu nennen sind: Unternehmensgewinne, tiefere Leitzinsen, geringe Rezessionswahrscheinlichkeit sowie ein starkes Marktmomentum. Die Gewinne im ersten Quartal übertrafen die Erwartungen, was die Analysten zu Aufwärtskorrekturen veranlasste. Das erwartete Gewinnwachstum von rund 10% in den nächsten zwölf Monaten scheint angesichts der abschwächenden US-Wirtschaft aber optimistisch. Die SNB und die EZB haben begonnen, die Zinsen aufgrund sinkender Inflation und schwacher Wirtschaft zu senken. Das Fed dürfte diesem Beispiel folgen. In der Vergangenheit reagierten die Märkte auf sinkende Zinsen in einem nicht rezessionären Umfeld meist positiv. Das Momentum am Markt bleibt stark und die Rally bei KI und Mega Caps könnte anhalten oder sich gar auf Value und Small Caps ausweiten. Insgesamt bleibt unsere Sicht auf Aktien für die nächsten drei Monate neutral.

Währungen

USD-Stärke nimmt kein Ende

Übersicht Hauptwährungen

	Juni 2024*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	-1.5%	-3.2%	↘
EUR/CHF	-2.1%	3.2%	→
GBP/USD	-0.9%	-0.9%	↘
USD/JPY	2.2%	14.0%	↗

* Entwicklung bis 26. Juni. Quelle: Bloomberg

USA

- Im Juni wertete der USD handelsgewichtet 1% auf. Von den Hauptwährungen schnitten nur CHF, SEK, AUD und der südafrikanische Rand (ZAR) besser ab.
- Wir erwarten wegen des Carry-Vorteils und anhaltender (geo-)politischer Risiken eine weitere USD-Stärke in Q3 2024.

Eurozone

- Der EUR büsste im Juni handelsgewichtet 1% ein, bedingt durch eine höhere politische Risikoprämie nach der populistischen Kehrtwende bei den Europawahlen und v. a. nach der überraschenden Ankündigung vorgezogener Neuwahlen in Frankreich.
- Der EUR dürfte vs. USD unter Druck bleiben, vs. GBP und CHF haben wir eine neutrale Sicht.

UK

- Das GBP bleibt von den bevorstehenden britischen Parlamentswahlen relativ unbeeindruckt und war im Juni handelsgewichtet stabil.
- Im Einklang mit unserer Einschätzung einer allgemeinen USD-Stärke ist unsere Dreimonatssicht auf GBP/USD negativ.

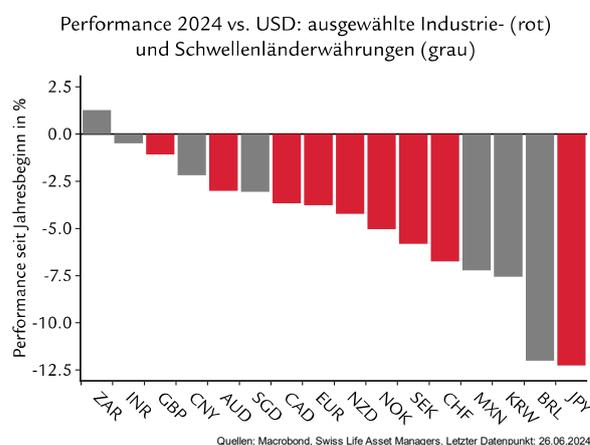
Schweiz

- Wegen zunehmender politischer Risiken in Europa wertete der CHF vs. den EUR im Juni stark auf. Mit der SNB-Zinssenkung vom 20. Juni, die von den Märkten nicht ganz eingepreist worden war, gelang in den letzten Tagen des Monats eine Trendwende.
- Beim aktuellen Niveau haben wir für die nächsten drei Monate in Bezug EUR/CHF eine neutrale Sicht.

Japan

- Der JPY ist seit Jahresbeginn die schwächste Hauptwährung und USD/JPY übertraf Ende Juni gar die 160-Marke, die zuletzt 1986 erreicht wurde.
- Wir erwarten eine weitere Yen-Schwäche, da die Bank of Japan bisher keinen glaubwürdigen Zinserhöhungspfad eingeleitet hat.

1. HJ 2024: USD stärker als fast alle Währungen



Das erste Halbjahr 2024 ist vorüber – ein guter Zeitpunkt, um über die Währungsentwicklungen der letzten sechs Monate Bilanz zu ziehen. Ein Blick auf die Entwicklung seit Jahresbeginn (Grafik oben) zeigt, dass alle Hauptwährungen ausser dem südafrikanischen Rand (ZAR) vs. den USD abwerteten. Der ZAR profitierte von einer allgemeinen «Risk-on»-Stimmung an den Finanzmärkten, höheren Rohstoffpreisen sowie einem Rückgang der Risikoprämien des Landes, weil die Regierungspartei ANC bei den Parlamentswahlen 2024 die absolute Mehrheit verlor und mit der marktfreundlichen grössten Oppositionspartei DA und drei weiteren kleineren Parteien eine Koalition bildete. Insgesamt zeigt das Bild klar, dass der USD 2024 nach einem schwachen 2023 wieder an Stärke gewinnt, wie wir im Jahresausblick vom Januar richtig titelten.

Unsere Sicht einer strukturellen USD-Stärke bleibt zumindest für die nächsten drei Monate unverändert. Obwohl sich die US-Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2024 weiter leicht abschwächen dürfte und damit den Weg für eine erste Zinssenkung durch das Fed ebnet, scheint der disinflationäre Fortschritt in den meisten anderen Industrie- und Schwellenländern fortgeschrittener, was für eine unveränderte oder gar grössere Zinsdifferenz spricht. Dieser Carry-Vorteil dürfte den USD weiter stützen, zusammen mit der grossen (geo-)politischen Unsicherheit und dem Risiko eines sich verschärfenden Handelskriegs, unabhängig davon, wer der nächste US-Präsident wird (höhere US-Importzölle stützen in der Regel den USD). Zudem dürfte der USD vs. den CHF aufwerten, da sich die Zinsdifferenz nach den beiden Leitzinssenkungen der SNB im ersten Halbjahr 2024 vergrössert hat.

Asset Allocation

Schönes Wetter mit möglichen Gewittern

Rückblick

- Der Juni hielt viele Überraschungen bereit, meteorologisch, politisch und finanziell.
- Die Zinsen sind zwar leicht gesunken, bleiben aber volatil. Gleichzeitig weiteten sich die Spreads leicht aus. CHF-Anleihen entwickelten sich dank der unerwarteten Leitzinssenkung der SNB gut. Die höheren Spreads könnten auf die Zwangsliquidation des Kreditanleihenportfolios einer japanischen Bank in Fremdwährung zurückzuführen sein, eine Folge erheblicher Verluste, die ihre Kapitalbasis schwächten. Der Vorfall blieb isoliert und griff nicht auf die nationalen oder globalen Bankensysteme über.
- Die Aktienmärkte entwickelten sich unterschiedlich, wobei die USA und die aufstrebenden asiatischen Länder, angeführt durch den starken KI-Aufschwung, an vorderster Front standen. Die Eurozone und Grossbritannien kämpften dagegen mit einem schwierigen politischen Umfeld. Die Schweiz fand dank der überraschenden Zinssenkung der SNB einen Mittelweg. Die starke Preiskorrektur von NVIDIA in der zweiten Monatshälfte überraschte kurz, aber der Sektor erholte sich anschliessend.

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

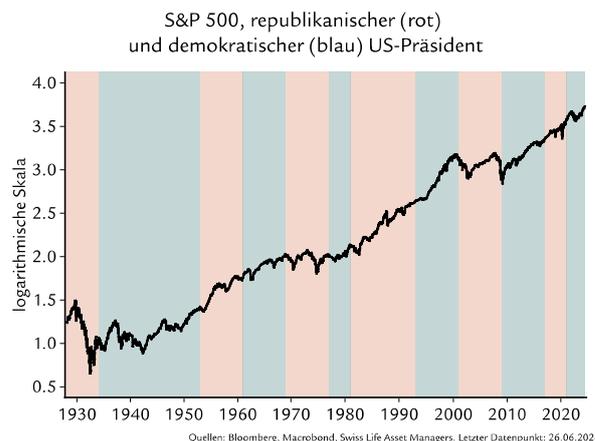
Anlageklasse	Aktive Gewichtung
Globale Staatsanleihen	Übergewichtung
Globale IG-Unternehmensanleihen	Untergewichtung
Anleihen Emerging Markets	Untergewichtung
Globale Aktien	neutral

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

- Trotz der überraschend robusten US-Wirtschaft blieb das fundamentale Umfeld weitgehend unverändert. Wir beobachten die politischen Verschiebungen in Europa, die Volatilität auslösen könnten, genau. Aktuell sehen wir jedoch keinen zwingenden Grund, unsere Asset Allocation zu ändern.
- Trotz Abschwächung der Fundamentaldaten und der Marktdynamik bleiben wir gegenüber Aktien neutral, da der Markt nicht für eine Neubewertung bereit zu sein scheint. Wie bisher führen wir unsere Untergewichtung von Unternehmensanleihen und Anleihen mit höherem Risiko fort.
- Angesichts des zuletzt nur leichten Zinsrückgangs halten wir an einer Übergewichtung von Staatsanleihen fest. Die Realzinsen bleiben hoch. Zudem sind die Zentralbanken datengetrieben und damit abhängig von der makroökonomischen Entwicklung.

US-Präsidentenwahl und Aktienmarkt

Die Finanzmärkte bevorzugen Stabilität und ein unternehmensfreundliches politisches Umfeld. Somit sind sie grundsätzlich «unpolitisch». Staatliche Agenten mit potenziell negativen Auswirkungen auf künftige Gewinne können sich allerdings negativ auf die Märkte auswirken. 2024 ist politisch geprägt von mehreren wichtigen Wahlen, darunter die US-Präsidentenwahl. Daher stellt sich die Frage: Sollten Anleger ihr Portfolio vor solchen Ereignissen anpassen? Die Grafik unten zeigt die Entwicklung des S&P 500 seit 1928 und deckt mehrere republikanische und demokratische Regimes ab. Die Indexdaten werden auf einer logarithmischen Skala dargestellt, um Trendänderungen leichter erkennen zu können.



Zumindest die US-Wahlen scheinen die Marktentwicklung nicht systematisch zu beeinflussen. Vielmehr können die Märkte (und die Wirtschaft) die Wahlen signifikant beeinflussen. So ist der Satz «It's the economy, stupid!» als Erklärung, warum ein bestimmter Präsident gewählt wurde, bekannt. Der S&P 500 bewegte sich unter demokratischen wie republikanischen Regierungen in beide Richtungen. Ebenso in Zeiten, in denen die Partei des Präsidenten auch die Mehrheit im US-Kongress hatte. Selbst wenn die erste Marktreaktion auf eine Wahl negativ ausfällt, hält sie meist nur kurz an. Daher scheint es, zumindest in Industrieländern, kaum sinnvoll, auf Wahlergebnisse zu wetten – ausser man hat eine sehr starke Überzeugung von einer deutlich und dauerhaft anderen Wirtschaftspolitik unter einem neuen Präsidenten. Eine mögliche Wiederwahl Trumps im November 2024 könnte zwar kurzfristig Volatilität und einen stärkeren Dollar bewirken, aber wir würden ansonsten kein grundlegend anderes Marktumfeld erwarten als unter der Regierung Biden.

Swiss Life Asset Managers



Sven Kreitmair
Portfolio Manager Fixed Income
sven.kreitmair@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.

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 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.