

September 2024

Zinsen und Anleihen

Unterstützende Kreditkennzahlen und enge Spreads

Übersicht Anleiherenditen und Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Aug. 2024*	Year-to-date*	Aktuell	Aug. 2024*	Year-to-date*
US	3.8%	-18 BP	-3 BP	94 BP	1 BP	-5 BP
Eurozone	2.3%	-1 BP	27 BP	116 BP	6 BP	-22 BP
UK	4.0%	4 BP	48 BP	120 BP	6 BP	-19 BP
CH	0.5%	4 BP	-20 BP	76 BP	4 BP	-7 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE, BP = Basispunkte.
* Entwicklung bis 28. August. Quelle: Bloomberg

USA

- Die Rezessionsängste in den USA nahmen Anfang August stark zu, liessen anschliessend aber rasch wieder nach. Daher preiste der Markt seit dem 2. August rund eine halbe Zinssenkung wieder aus.
- Dennoch erwarten wir eine Abschwächung des US-Wirtschaftswachstums und rechnen nun mit drei Zinssenkungen durch das Fed bis Ende Jahr.

Eurozone

- Das Wirtschaftswachstum im Euroraum bleibt schwach und vorlaufende Indikatoren signalisieren weiterhin eine tiefere Inflation.
- Da das Fed die Leitzinsen nun bei jeder Sitzung 2024 senken dürfte, erwarten wir auch drei Schritte durch die EZB.

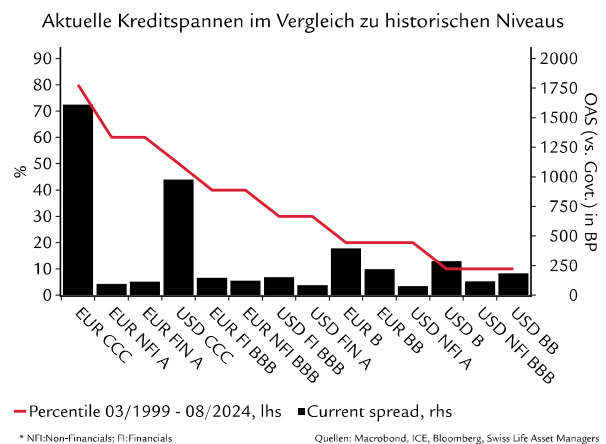
Vereinigtes Königreich

- Im August überraschte die britische Wirtschaft positiv: Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) für die Produktion und die Dienstleistungen stiegen beispielsweise weiter über die Wachstumsschwelle.
- Die Bank of England dürfte die Zinsen dieses Jahr nochmals senken.

Schweiz

- Der Produktions-PMI fiel im Juli erneut stärker als erwartet. Unsere BIP- und unsere Inflationsprognose für 2025 bleiben unter dem Konsensus.
- Wir glauben, dass die Geldpolitik der SNB nun in etwa neutral ist. Daher erwarten wir anders als die Märkte keine weitere Zinssenkung.

Mehrheit der Kreditsegmente wird teuer gehandelt



Gemäss einer Bloomberg-Umfrage schätzen Analysten die Wahrscheinlichkeit einer Rezession innerhalb des nächsten Jahres in den USA und in der Eurozone als relativ gering ein (ca. 30%). Die Kreditkennzahlen von High-Yield-Firmen (HY) wie Zinsdeckung oder Verschuldungsgrad bleiben robust. Zudem sind die Kreditausfälle in den USA und Europa seit ihrem Höhepunkt vor einigen Monaten zurückgegangen. Daher sind die Kreditspannen (Spreads) im historischen Vergleich mehrheitlich eng. Die Grafik oben zeigt, in welchem Perzentil sie aktuell im historischen Vergleich gehandelt werden (März 1999 bis August 2024). Wir stellen Folgendes fest: Erstens sind die Spreads in rund 70% aller Kreditsegmente historisch tief (Perzentile < 50%) und die Bewertung damit hoch. Zweitens sind CCC- und A-Anleihen relativ gesehen am günstigsten im Vergleich zu historischen Perzentilen. Drittens sind EUR-Spreads im Vergleich zu USD-Spreads in allen Kreditsegmenten attraktiver. Viertens sind BB, B und Non-Financial BBB in USD die am höchsten bewerteten Segmente. Angesichts der Abschwächung der US-Wirtschaft und der nicht zu vernachlässigenden Rezessionsrisiken scheinen viele Kreditanleger die stärkere BB-Kreditqualität im HY-Segment, aber auch das renditestärkere BBB-Segment im stabileren Investment-Grade-Segment (IG) zu bevorzugen. Für September ist unsere Sicht auf HY- und IG-Spreads sowie auf US-, EU- und Schweizer Anleiherenditen neutral.

Aktien

Achterbahnfahrt mit positivem Ende

Übersicht Aktienmarktpformance

	Aug. 2024*	Year-to-date*
USA	1.8%	18.1%
Eurozone	0.3%	9.1%
Vereinigtes Königreich	0.2%	10.8%
Schweiz	0.3%	11.9%
Schwellenländer	2.0%	10.0%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.
* Entwicklung bis 28. August. Quelle: Bloomberg

USA

- Der August begann mit einer raschen, aber starken Korrektur. In den ersten Handelstagen büsste der US-Markt über 5% ein (Japan gar 20%). Seither erholte er sich und endete den Monat positiv.
- Grund für die Korrektur waren u. a. unerwartet schwache Arbeitsmarktdaten. Nach besseren Wirtschaftsdaten und einer höheren Wahrscheinlichkeit für Zinssenkungen begann sich der Markt zu erholen. Die jüngsten Daten waren jedoch enttäuschend.
- Die Berichtssaison war erneut sehr gut. Die Erholung von Aktienstilen, die bisher dem Markt hinterhinkten, geriet im August ins Stocken.
- Der US-Markt bleibt teuer und ist viel höher bewertet als andere Märkte.

Eurozone

- Der anfängliche Rückgang des europäischen Aktienmarkts im August war vergleichbar mit dem des US-Markts, aber die Erholung fiel schwächer aus.
- Hauptthemen in Europa sind schwache Wirtschaftsdaten, v. a. in Deutschland, und grosse politische Unsicherheit.
- Der europäische Markt bleibt neutral bewertet.

Vereinigtes Königreich

- Der britische und der US-Markt verzeichneten im August eine ähnliche Performance.
- Der britische Markt bleibt tief bewertet, obwohl die Auswirkung der neuen Regierung auf die Aktienmärkte noch abzuwarten ist.

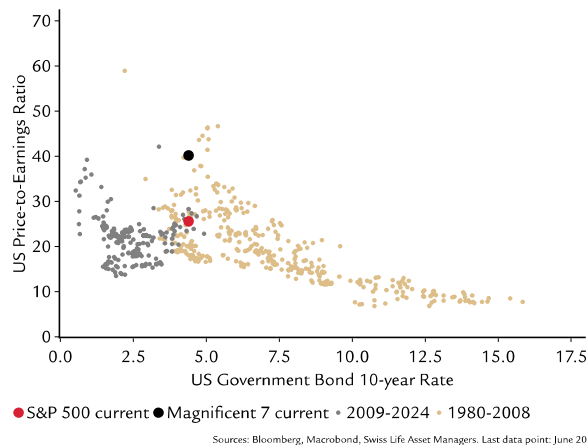
Schweiz

- Auch die Schweiz folgte im August dem US-Markt.
- Der Markt bleibt der am zweit teuersten bewertete.

Schwellenländer

- Schwellenländer- und Industrieländeraktien schnitten im August ähnlich ab, was, anders als in den Vorjahren, auch für den Verlauf seit Jahresbeginn gilt.

Aktienmarktbewertung und Zinsen



Das Verhältnis zwischen der Aktienmarktbewertung und den Zinsen war bis zum Strukturwandel in der Geldpolitik nach der Finanzkrise von 2008 negativ. Seither haben die Zentralbanken eine quantitative Lockerung vorgenommen und eine Nullzinspolitik lanciert, was eine noch nie dagewesene Periode auslöste. Diese Periode endete vor etwa zwei Jahren. 2022 und 2023 erhöhten die grossen Zentralbanken die Zinsen. Die Grafik oben zeigt, wie sich das Verhältnis zwischen der Aktienmarktbewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnis) und den Zinsen (Rendite zehnjähriger US-Treasuries) in den USA entwickelt hat.

Von 2008 bis 2024 verschwand das umgekehrte Verhältnis zwischen Zinsen und Aktienmarktbewertung. Aus wirtschaftlicher Sicht ist das rätselhaft. Höhere Zinsen machen Anleihen und Bargeld in der Regel attraktiver und die laufende Rendite von Aktien (Firmengewinn geteilt durch Aktienkurs) sollte daher steigen, um attraktiv zu bleiben. Dies impliziert ein tieferes Kurs-Gewinn-Verhältnis, was die negative Beziehung vor der Finanzkrise widerspiegelt (gelbe Punkte). Bemerkenswerterweise hat sich diese Beziehung auch nach zwei Jahren steigender Zinsen nicht normalisiert. Tatsächlich ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Aktienmarkts 15% höher als noch im März 2022. Die aktuellen Bewertungen sind sowohl historisch als auch relativ zu den Zinsen hoch, wie der schwarze Punkt für die «Magnificent 7» und der rote Punkt für den S&P 500 in der Grafik oben zeigen. Die Renditen zehnjähriger US-Anleihen dürften auf den derzeit relativ hohen Niveaus gut verankert bleiben, was ein grosses Risiko für eine künftige Bewertungsanpassung bedeutet.

Währungen

Nun hatte der USD seinen «cruel summer»

Übersicht Hauptwährungen

	Aug. 2024*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	3.1%	1.1%	↘
EUR/CHF	-0.7%	1.7%	→
GBP/USD	2.8%	3.8%	↘
USD/JPY	-3.6%	2.5%	↗

* Entwicklung bis 28. August. Quelle: Bloomberg

USA

- Die USD-Schwäche hielt im August an. Der USD büsste seit Monatsbeginn handelsgewichtet 3.4% ein. Alle Hauptwährungen werteten vs. den USD auf, wobei SEK, NZD und AUD am stärksten zulegten.
- Der USD dürfte im September wieder erstarken, da wir den von den Märkten eingepreisten US-Wachstumsausblick für zu negativ halten (siehe Text rechts).

Eurozone

- Der EUR legte vs. den USD im August weiter zu und wertete auch handelsgewichtet auf. Die Aufwärtsbewegung von EUR/USD erscheint uns überzogen, da sie nicht die Fundamentaldaten widerspiegelt.
- Der EUR dürfte vs. den USD im September sinken, weil die wirtschaftliche Divergenz wieder in den Fokus rücken dürfte.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP erholte sich rasch von seinen Verlusten von Anfang August: GBP/USD kletterte über 1.32 und profitierte von der besseren Risikostimmung.
- Gemäss unserer Sicht einer allgemeinen USD-Stärke ist unsere Einmonatssicht auf GBP/USD negativ.

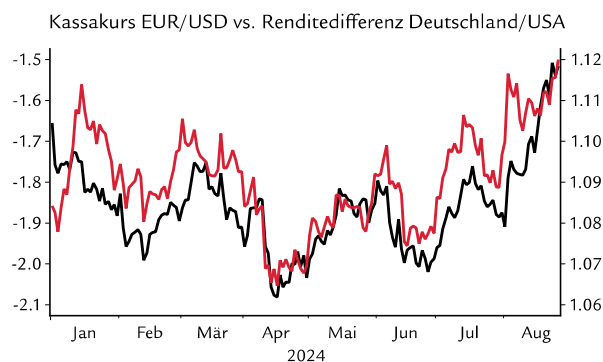
Schweiz

- EUR/CHF kratzte Anfang August an der 0.92-Marke, weil US-Rezessionsängste eine Flucht in sichere Anlagen wie den CHF auslösten.
- Beim aktuellen Niveau ist unsere Sicht auf EUR/CHF für den nächsten Monat neutral.

Japan

- Die JPY-Rally hielt im August an, was mit einem Volatilitätsanstieg in allen Anlageklassen zusammenfiel.
- Dennoch erwarten wir erneut eine JPY-Schwäche, weil wir nicht damit rechnen, dass die Bank of Japan auf einen nachhaltigen Zinserhöhungszyklus einschwenkt.

USD macht Urlaub



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 27.8.2024

Die USD-Schwäche hielt im August unerwartet an. Der US-Arbeitsmarktbericht vom Juli fiel schwächer aus als erwartet und erschütterte Anfang August die Finanzmärkte, was zu einer Anpassung der geldpolitischen Erwartungen an das Fed führte. Der resultierende Rückgang der Renditen kurzfristiger US-Anleihen und die anschliessende Rückkehr der «Risk-on»-Stimmung der Marktteilnehmer belasteten den USD. EUR/USD erreichte im Monatsverlauf die Marke von 1.12. Wir halten die USD-Schwäche für temporär und erwarten für September eine Rückkehr der USD-Stärke. Die vom Markt eingepreisten geldpolitischen Erwartungen an das Fed für 2024 sind aktuell aggressiver als von uns prognostiziert. Die Märkte preisen nun vier Senkungen um je 25 BP bis Jahresende ein. Dagegen rechnen wir bis Jahresende mit drei Senkungen durch das Fed, wodurch der Leitzins bis Dezember auf 4.50 bis 4.75% zu stehen kommen dürfte. Zudem halten wir das Szenario für die US-Wirtschaft, das die Devisenmärkte derzeit einpreisen, für zu pessimistisch, vor allem vs. EUR, da das BIP-Wachstum der Eurozone flauer bleibt als das der USA. Unser Basisszenario für die US-Wirtschaft geht nach wie vor von einer gewissen Abschwächung aus, aber nicht von einer Rezession. Bestätigen eingehende Daten unser Szenario, dürften die geldpolitischen Erwartungen an das Fed in Richtung unseres Szenarios korrigieren, was den USD aufgrund der grösseren Zinsdifferenz stützen würde. Zudem sprechen selbst auf den aktuellen Zinsniveaus die Zinsdifferenzen («Carry») und hohe Realzinsen für den USD, vor allem vs. EUR. Das grösste Risiko für unsere Prognose ist eine starke Eintrübung des US-Wachstums, was das Fed dazu veranlassen würde, die Zinsen stärker zu senken als von uns erwartet.

Asset Allocation

Markturbulenzen und Fed-getriebene Erholung

Rückblick

- Im August 2024 erlebten die Finanzmärkte grosse Turbulenzen, beginnend mit einem starken Einbruch der Aktienmärkte. Haupttreiber waren der Zusammenbruch des Yen-Carry-Trade und die schwächer als erwarteten US-Arbeitsmarktdaten. Die unerwartete Aufwertung des Yen zwang die Anleger, ihre Positionen rasch anzupassen, was den bereits bestehenden Verkaufsdruck auf den globalen Märkten verstärkte.
- In diesem Umfeld sanken die Renditen auf Staatsanleihen, weil die Nachfrage nach sicheren Häfen stieg. Umgekehrt sahen sich die Kreditmärkte mit höheren Spreads konfrontiert, v. a. bei Firmenanleihen, weil die Sorgen bezüglich der Wirtschaftslage und der Kreditwürdigkeit der Firmen zunahmen.
- Mitte August begannen sich die Märkte zu erholen, unterstützt durch Wortmeldungen des Fed. Dieses kündigte an, im September mit Zinssenkungen zu beginnen. Dies beruhigte die Anleger und löste eine teilweise Erholung der Aktienmärkte sowie eine Stabilisierung in anderen Anlageklassen aus.

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

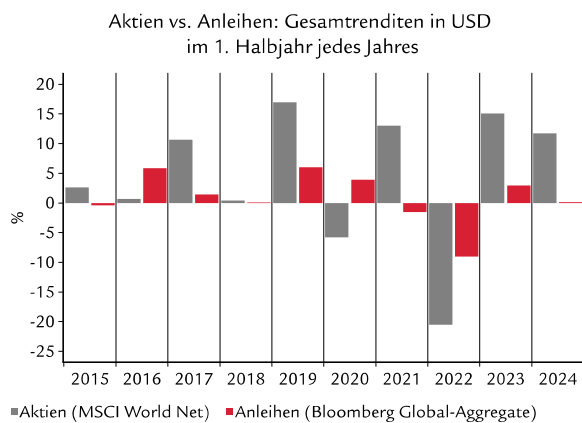
- Die Risiken bleiben aber hoch. Die Ungewissheit bezüglich des globalen Wirtschaftsausblicks, die anhaltenden geopolitischen Risiken und die Inflationsentwicklung könnten die Marktvolatilität wieder anheizen. Auch bezüglich der Nachhaltigkeit der jüngsten Markterholung herrscht Skepsis, da es sich eher um eine temporäre Rally als um einen langfristigen Turnaround handeln könnte. Anleger müssen vorsichtig bleiben und ihre Portfolios entsprechend diversifizieren.
- Obwohl die Anleiherenditen bereits gesunken sind, bleiben sie attraktiv, v. a. für die Absicherung in einem Multi-Asset-Portfolio. Im Gegensatz dazu liegen die Kreditspannen v. a. in USD weiterhin auf sehr tiefen Niveaus.
- Wir bleiben bei Aktien neutral und sind in Firmenanleihen zugunsten von Staatsanleihen untergewichtet.

Können Anleihen Aktienmarktkorrekturen abfedern?

Da die Märkte in eine Phase erhöhter Volatilität eintreten, ist zu prüfen, ob Anleihen anders als 2022 eine Korrektur am Aktienmarkt abfedern können. In einer früheren Ausgabe unserer Perspektiven schrieben wir, dass hochwertige Anleihen die Effekte eines Aktienrückgangs nur mindern können, wenn nicht steigende Anleiherenditen der Hauptgrund für das Problem sind, wie es 2022 der Fall war.

Die Bedenken der Investoren haben sich seither verändert. Der Fokus liegt nun darauf, dass die US-Wirtschaft schneller als erwartet abflauen und das Fed zu lange mit Zinssenkungen warten könnte. In diesem Umfeld dürften Wirtschaftsdaten, die eine Schwäche in den USA signalisieren, für die Aktienmärkte negativ, für US-Staatsanleihen aber positiv sein, da die Anleger Sicherheit suchen. Umgekehrt könnten unerwartet starke Wirtschaftsdaten zu höheren Anleiherenditen führen und Aktien und Anleihen unter Druck setzen. Doch im Vergleich zu den Vorjahren sind die Zinsen dieses Jahr bereits hoch, sowohl nominal als auch inflationsbereinigt. Bleibt die Wirtschaft robust und sind noch höhere Zinsen zu erwarten, dürften die Auswirkungen auf Anleihen nur begrenzt sein, sodass sie nur leicht unterperformen würden.

In unserem Basisszenario einer allmählichen Abschwächung in den USA könnten die derzeit hohen Zinsen dazu führen, dass Anleihen besser abschneiden als Aktien. Anleihen bieten zwar nicht in allen Szenarien vollständige Absicherung, ermöglichen aber dennoch eine wertvolle Diversifikation und können Portfolios mit einer gut konstruierten Anlagestrategie abfedern. Zusammengefasst: Die Dynamik zwischen Aktien und Anleihen entwickelt sich zwar weiter, aber Anleihen spielen weiterhin eine wichtige Rolle bei der Dämpfung der Marktvolatilität.



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 das Macroeconomic Research Department, Swiss Life Investment Management Holding 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 worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Garantie 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, F-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 Street, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Dänemark:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København.