

Oktober 2024

Zinsen und Anleihen

Das Fed hat die Zinsen um 50 BP gesenkt

Übersicht Anleiherenditen und Kreditspannen

| | Rendite 10-jähriger Staatsanleihen | | | Investment-Grade-Kreditspanne | | |
|----------|------------------------------------|------------|---------------|-------------------------------|------------|---------------|
| | Aktuell | Sep. 2024* | Year-to-date* | Aktuell | Sep. 2024* | Year-to-date* |
| US | 3.8% | -13 BP | -10 BP | 90 BP | -3 BP | -9 BP |
| Eurozone | 2.2% | -13 BP | 15 BP | 117 BP | 0 BP | -21 BP |
| UK | 4.0% | -3 BP | 46 BP | 122 BP | 2 BP | -17 BP |
| CH | 0.4% | -1 BP | -23 BP | 72 BP | -2 BP | -11 BP |

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

USA

- In unserem Basisszenario erwarten wir eine Normalisierung der Inflationsdynamik, eine Verlangsamung des Wachstums und einen weiteren leichten Anstieg der Arbeitslosenquote, aber keine Rezession.
- Das Fed begann seinen Zinssenkungszyklus am 18. September mit einem Schritt von 50 BP. Bis Jahresende rechnen wir mit zwei weiteren Senkungen.

Eurozone

- Das Quartalswachstum dürfte 2025 leicht anziehen. Die Risiken zeigen jedoch nach unten, v. a. in Deutschland, wo die Rezessionswahrscheinlichkeit gemäss Bloomberg über ein Jahr bei 42.5% liegt.
- Wie erwartet senkte die EZB im September die Zinsen um weitere 25 BP; wir erwarten für dieses Jahr zwei weitere Senkungen.

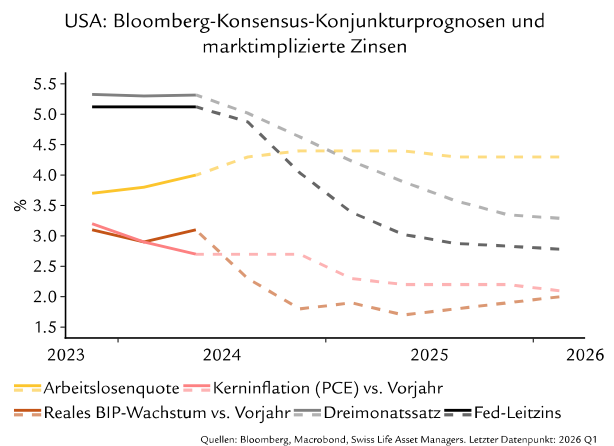
Vereinigtes Königreich

- Nach einem positiven August war der Bloomberg ECO UK Surprise Index im September negativ.
- Für den Rest des Jahres 2024 erwarten wir nur eine Zinssenkung durch die Bank of England.

Schweiz

- Im August überraschte der Einkaufsmanagerindex (PMI) positiv und die Inflation negativ. Unsere BIP- und Inflationsprognosen für 2025 bleiben unter den Konsensusprognosen.
- Die SNB senkte den Leitzins im September erneut um 25 BP und deutete weitere Senkungen an. Unsere Erwartungen unveränderter Zinsen sind deshalb mit Abwärtsrisiken behaftet.

Weitere Fed-Zinssenkungen und sanfte Landung eingepreist



Nach der ersten Zinssenkung des Fed um 50 BP im September preist der Terminmarkt derzeit sieben weitere Schritte bis Ende Juni 2025 und einen weiteren bis Ende Juni 2026 ein. Wir erwarten eine Zinssenkung weniger als der Markt. Die Märkte scheinen auch eine Art «sanfte Landung» der US-Wirtschaft zu erwarten, d. h. ein schwächeres Wachstum und tiefere Inflation und einen nur moderaten Anstieg der Arbeitslosenquote (siehe Grafik oben). Diese Erwartungen liegen relativ nah an unserem Basisszenario. Unserer Meinung nach ist die Einpreisung dieses Szenarios durch die Märkte ein Grund für die derzeit tiefen Kreditspannen. Die Kreditspannen widerspiegeln das Konsensszenario sinkender Zinsen und einer Periode schwächerer makroökonomischer Indikatoren, bevor niedrigere Zinsen ihre stimulierende Wirkung auf die US-Wirtschaft entfalten. Dieses Szenario ist für Kredite positiv, da (1) die Preise für Anleihen mit fixem Coupon und Kreditpositionen mit langer Duration von sinkenden Zinsen profitieren können, (2) Unternehmen und Konsumenten (mit einem hohen Anteil variabler Schulden) einen geringeren Zinsaufwand haben und (3) niedrigere Zinsen mit der Zeit das Wirtschaftswachstum ankurbeln. Für Oktober ist unsere Sicht auf High-Yield- (HY) und Investment-Grade-Kreditspannen (IG) neutral. Bei der Duration erwarten wir gegen Jahresende tiefere Renditen in den USA und in Deutschland und sind neutral in Bezug auf Schweizer Anleiherenditen.

Aktien

Allzeithoch für US-Aktien

Übersicht Aktienmarktperformance

| | Sep. 2024* | Year-to-date* |
|------------------------|------------|---------------|
| USA | 1.4% | 20.5% |
| Eurozone | -0.5% | 10.0% |
| Vereinigtes Königreich | -1.5% | 10.0% |
| Schweiz | -2.1% | 10.3% |
| Schwellenländer | 3.5% | 13.4% |

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

USA

- Am ersten Handelstag des Septembers büsste der US-Markt über 4% ein. Den Monat schloss er jedoch positiv ab.
- Das Ausmass der Zinssenkung durch das Fed überraschte die Märkte positiv und führte zu einem neuen Allzeithoch.
- Der US-Markt ist teuer und die Bewertung ist viel höher als bei allen anderen Märkten.

Eurozone

- Der europäische Markt entwickelte sich erneut schlechter als der US-Markt. Seit Jahresbeginn liegt er um rund 10 Prozentpunkte (PP) zurück.
- In Europa schneiden Stile wie Value und Low Volatility viel besser ab als in den USA, wo Growth und Momentum weiterhin dominieren.
- Die Bewertung des europäischen Markts ist weiterhin neutral, aber ein Auslöser für eine höhere Bewertung (absolut und vs. US-Markt) fehlt.

Vereinigtes Königreich

- Wie im August entwickelte sich der britische Markt im September vs. den USA schwach.
- Der britische Markt bleibt jedoch tief bewertet.

Schweiz

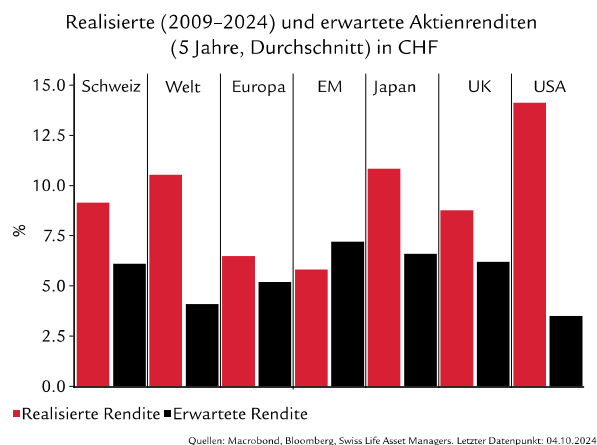
- Der Schweizer Markt entwickelte sich im September deutlich schlechter als die anderen Märkte. Hauptgrund dafür war die schwache Entwicklung der «Big 3» (Nestlé, Roche, Novartis).
- Die Bewertung des Schweizer Aktienmarkts liegt am oberen Ende der neutralen Bandbreite.

Schwellenländer

- Schwellenländeraktien entwickelten sich im September infolge der jüngsten Massnahmen Chinas zur Belebung der Immobilien- und Aktienmärkte besser als die Aktien der Industrieländer.

Normalisierte Aktienrenditen in nächsten 5 Jahren erwartet

Ein Zusammenspiel von Faktoren führte von 2009 bis 2024 zu einem starken Bullenmarkt bei den Aktien. Haupttreiber waren tiefe Zinsen/Nullzinsen und eine quantitative Lockerung, eine niedrige Anfangsbewertung sowie ein Boom bei IT und KI. Abgesehen vom pandemiebedingten kurzen Einbruch gab es von 2009 bis 2022 keinen Bärenmarkt. Die realisierten Aktienrenditen sind im langjährigen Vergleich aussergewöhnlich hoch. Die Frage ist, ob solch hohe Renditen auch künftig erzielt werden können, wenn die Schlüsselfaktoren, die zu diesen hohen Renditen geführt haben, wegfallen oder weniger stark wirken. Die Grafik zeigt für die wichtigsten Aktienmärkte unsere eigenen Renditeerwartungen für die nächsten fünf Jahre.



In den USA liegt unsere erwartete Rendite rund 11 Prozentpunkte (PP) unter der in der Vergangenheit realisierten Rendite. Die erwarteten Renditen in Europa und Grossbritannien liegen nur 2 bis 3.5 PP unter den historischen Renditen. Die Schwellenländer sind die einzige Region, in der die erwarteten Renditen über den historischen Renditen liegen. Sie weisen die höchste erwartete Rendite aller Märkte auf (rund 6.5% in CHF). Hauptfaktoren für diese Unterschiede zwischen historischen und erwarteten Renditen sind ein normalisiertes Zinsumfeld und die höheren Anfangsbewertungen. Die tiefen Zinsen in den Industrieländern boten ständigen Rückenwind, der die Renditen in den Aktienmärkten hochtrieb. In den Schwellenländern, wo kein Nullzinsumfeld herrschte, fehlte dieser Rückenwind. Diese Diskrepanz ist der Hauptgrund für die tieferen erwarteten Renditen in Industrieländern. In den USA ist die relativ tiefe erwartete Rendite auf die hohe aktuelle Bewertung zurückzuführen, sowohl absolut als auch relativ zu anderen Märkten.

Währungen

Unsere Sicht auf den USD wird negativ

Übersicht Hauptwährungen

| | Sep. 2024* | Year-to-date* | 1-Monats-Sicht |
|---------|------------|---------------|----------------|
| EUR/USD | 0.9% | 1.0% | ↗ |
| EUR/CHF | 1.1% | 2.2% | ↘ |
| GBP/USD | 1.7% | 4.8% | ↗ |
| USD/JPY | -0.7% | 2.9% | ↗ |

* Entwicklung bis 26. September. Quelle: Bloomberg

USA

- Der USD war im September erneut schwach und wertete handelsgewichtet 0.7% ab, da die Finanzmärkte weiterhin von einer überzeugenden geldpolitischen Lockerung des Fed ausgehen.
- Die Finanzmärkte dürften aufgrund der Schwäche am US-Arbeitsmarkt und den gestiegenen Rezessionsrisiken an dieser Einpreisung festhalten. Der USD dürfte daher in den nächsten drei Monaten schwach bleiben.

Eurozone

- Der EUR legte vs. den USD im September weiter zu. Die EZB senkte die Leitzinsen im September weniger stark als das Fed und blieb beim künftigen Leitzinspfad vage, was ebenfalls zur Schwäche beitrug.
- Unsere Sicht auf EUR/USD ist positiv und auf EUR/CHF bis Jahresende neutral.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP wertete vs. USD und EUR im September weiter auf. Die Bank of England liess den Leitzins unverändert und Wirtschaftsdaten blieben robust.
- Bis Jahresende ist unsere Sicht auf GBP/USD positiv und auf GBP/EUR neutral.

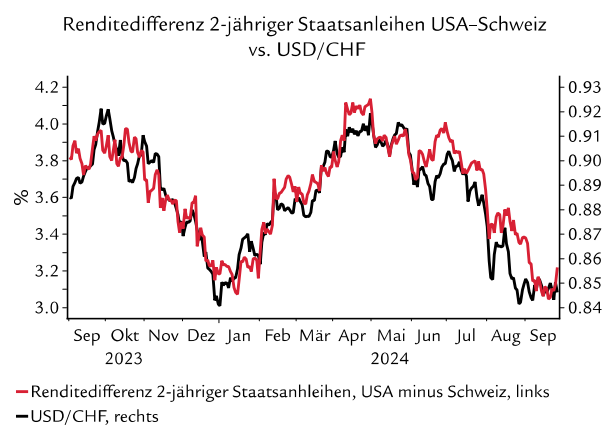
Schweiz

- Der CHF wertete vs. den EUR im September leicht ab und blieb vs. den USD stabil. Die Leitzinssenkung der SNB und hatte bei Redaktionsschluss wenig Einfluss auf den CHF-Wechselkurs, da sie von den Finanzmärkten bereits erwartet worden war.
- Unsere Sicht auf EUR/CHF ist neutral und auf USD/CHF über drei Monate negativ.

Japan

- USD/JPY büsste im September weiter ein.
- Nach der starken Bewegung seit Juli 2024 erwarten wir jedoch erneut eine JPY-Schwäche, weil wir nicht damit rechnen, dass die Bank of Japan auf einen nachhaltigen Zinserhöhungszyklus einschwenkt.

Sinkender Carry-Vorteil schwächte den USD



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 26.09.2024

Obwohl die US-Makrodaten im September insgesamt solide waren, v. a. bei den Konsumausgaben, blieben die Arbeitsmarktdaten insgesamt besorgniserregend. Dies haben auch die US-Konsumenten bemerkt, die in der jüngsten Conference Board Survey angaben, dass die Stellenangebote zurückgehen, typischerweise ein frühes Rezessions-Warnsignal. Auch das Fed kam zu diesem Schluss und gab mit einer überraschenden Leitzinssenkung um 50 BP im September implizit zu, dass es seinen Lockerungszyklus etwas zu spät eingeleitet hatte. Die US-Wirtschaft dürfte zwar um eine Rezession herumkommen, aber das Risiko eines negativen Szenarios ist seit Mitte Jahr gestiegen und das Fed dürfte daher die Leitzinsen an jeder nächsten Sitzung senken. Dies scheint auch die Wahrnehmung des Marktes zu sein. Obwohl ein Szenario von deutlichen Zinssenkungen bereits eingepreist ist, ist der Abstand zum sogenannten neutralen Zinssatz, bei dem sich die Wirtschaft im Gleichgewicht befindet, in den USA grösser als anderswo. Dies bedeutet, dass der Carry-Vorteil des USD allmählich schwinden wird, v. a. gegenüber Tiefzinswährungen wie dem CHF, wo das Potenzial für weitere Zinssenkungen viel geringer ist. Dieser sinkende Carry-Vorteil (siehe Grafik) war der Hauptgrund für die jüngste Abwertung des USD – nicht nur gegenüber dem CHF, sondern auch gegenüber anderen Industrieländerwährungen. Angesichts der anfälligeren Lage der US-Wirtschaft und des Fokus des Fed, der sich von Inflation zu Rezessionsrisiken verlegt hat, tendieren wir vs. EUR und GBP bis Jahresende zu einem negativen USD. Die Bank of England und die EZB scheinen sich bezüglich der Inflationsrisiken noch etwas mehr Sorgen zu machen.

Asset Allocation

Positive Markttrenditen überdecken Streuung

Rückblick

- Die Finanzmärkte erzielten bis zum 24. September positive Gesamttrenditen, obwohl die Streuung v. a. bei Aktien gross war.
- Obligationen profitierten von den sinkenden Renditen und wiesen solide positive Renditen aus. IG-Unternehmensanleihen entwickelten sich dank einer weiteren Verengung der Kreditspannen besser als Staatsanleihen. Die HY-Renditen lagen leicht unter den IG-Renditen, weil die Verengung der Kreditspannen in diesem Segment moderater ausfiel.
- Die insgesamt positive Rendite globaler Aktien verschleierte die Tatsache, dass sich der US-Aktienmarkt und die Schwellenländer zwar gut entwickelten, Europa und Japan jedoch negativ rentierten.
- Der CHF bewegte sich vs. USD und EUR wenig, das GBP wertete vs. USD stark auf, während der JPY volatil war.

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 Enttäuschungen der vergangenen Berichtssaison wurden von den Anlegern des US-Aktienmarkts verdaut, der sich dank einer Erholung der Aktien der «Magnificent 7» überdurchschnittlich entwickelte. Haupttreiber waren steigende Gewinnerwartungen, die solide Wirtschaftsentwicklung der USA und die Erwartung weiterer Zinssenkungen durch das Fed. Folglich bleibt unsere fundamental skeptische Sicht auf Aktien unverändert, aber wir bleiben angesichts der Widerstandsfähigkeit des US-Marktes trotz der hohen Bewertung neutral.
- Die Renditen auf Staatsanleihen gingen zurück, liegen aber immer noch auf attraktiven Niveaus, während die Kreditspannen für Unternehmensanleihen zu eng sind. Daher bleiben wir in Staatsanleihen (ausser in der Schweiz) übergewichtet und untergewichtet in IG-, HY- und Schwellenländeranleihen. Die Kreditspannen sind zu eng, um einen wirksamen Schutz vor einer Verschlechterung der Bonität zu bieten, während Staatsanleihen bei steigender Volatilität dazu beitragen könnten, das Risiko des Aktienmarktes teilweise zu diversifizieren.

Ist eine Zinssenkung gut oder schlecht für die Märkte?

Das Fed hat im September seinen Zinssenkungszyklus eingeleitet. Könnte sich dies positiv auf Risikoanlagen wie Aktien und Unternehmensanleihen auswirken? Intuitiv mag die Antwort Ja sein, aber die Vergangenheit zeigt, dass auf Zinssenkungen oft (aber nicht immer) ein negativer Zeitraum von zwölf Monaten für solche Anlagen folgte, wie aus der untenstehenden Tabelle für die USA hervorgeht.

| 12-Monats-Periode nach erster Zinssenkung durch das Fed | Preisrendite S&P 500 | US-Unternehmensanleihenindex Total Return |
|---|----------------------|---|
| 05.1981 – 05.1982 | -15.6% | 14.6% |
| 09.1984 – 09.1985 | 9.6% | 23.8% |
| 05.1989 – 05.1990 | 12.7% | 8.9% |
| 06.1995 – 06.1996 | 23.1% | 5.1% |
| 12.2000 – 12.2001 | -13.0% | 10.3% |
| 08.2007 – 08.2008 | -13.0% | 1.9% |
| 06.2019 – 06.2020 | 5.4% | 9.5% |

Quellen: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Nach Phasen hoher Zinsen zur Bekämpfung der hohen Inflation beginnen die Zentralbanken normalerweise die Zinsen zu senken, um eine Rezession zu verhindern oder zumindest abzumildern, sobald die Inflation unter Kontrolle ist. Wenn das Fed eine Senkung in eine Rezession hinein vornimmt, reagieren Risikoanlagen normalerweise negativ. In solchen Fällen werden die positiven Auswirkungen der tieferen Zinsen durch die negativen Auswirkungen der schwächeren Geschäftsaussichten und das höhere Ausfallrisiko überkompensiert. In Phasen, in denen es dem Fed jedoch gelang, die Inflation unter Kontrolle zu bringen, ohne eine Rezession zu verursachen, korrigierten Risikoanlagen nicht wesentlich. Diese «sanften Landungen» sind nicht einfach und kommen selten vor. So gab es beispielsweise seit 1980 in den USA nur zwei derartige Vorfälle: 1984–1986 und 1994–1995. Die anfängliche Zinssenkung der Zentralbank wirkte sich zwar negativ auf Aktien und Unternehmensanleihen aus, der Einbruch war aber moderat, und die Renditen in den Folgejahren waren solide, obwohl die Märkte später die berüchtigte Korrektur vom Oktober 1987 erlebten.

Die aktuellen wirtschaftlichen Entwicklungen in den USA weisen gewisse Merkmale einer «sanften Landung» auf. Die derzeit sehr hohe Bewertung vieler Risikoanlagen etwa der grossen, technologieorientierten Aktien und der meisten Kreditinstrumente macht sie jedoch unserer Meinung nach anfällig für negative Schocks.

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 Abteilung Macroeconomic Research, 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, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.