

November/Dezember 2024

Zinsen und Anleihen

US-Wachstum überrascht weiterhin positiv

Übersicht Anleiherenditen und Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Okt. 2024*	Year-to-date*	Aktuell	Okt. 2024*	Year-to-date*
US	4.3%	52 BP	42 BP	81 BP	-8 BP	-18 BP
Eurozone	2.4%	27 BP	37 BP	103 BP	-14 BP	-35 BP
UK	4.3%	35 BP	82 BP	108 BP	-13 BP	-31 BP
CH	0.4%	5 BP	-24 BP	69 BP	-3 BP	-13 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE, BP = Basispunkte.
* Entwicklung bis 30. Oktober. Quelle: Bloomberg

USA

- Das Wachstumsmomentum in den USA überrascht mit einem weiterhin robusten Konsum und einem annualisierten BIP-Wachstum von 2.8% im 3. Quartal weiterhin positiv.
- Im Oktober sank die markterwartete Anzahl Leitzinssenkungen bis Ende 2024 von 2.8 auf 1.7; wir erwarten nach wie vor zwei Zinssenkungen.

Eurozone

- Das BIP-Wachstum fiel im 3. Quartal robuster aus als erwartet, aber die Umfrageindikatoren bleiben generell schwach.
- Wie erwartet, setzte die EZB ihren Zinssenkungspfad im Oktober fort. Wir rechnen mit einer weiteren Senkung im Dezember.

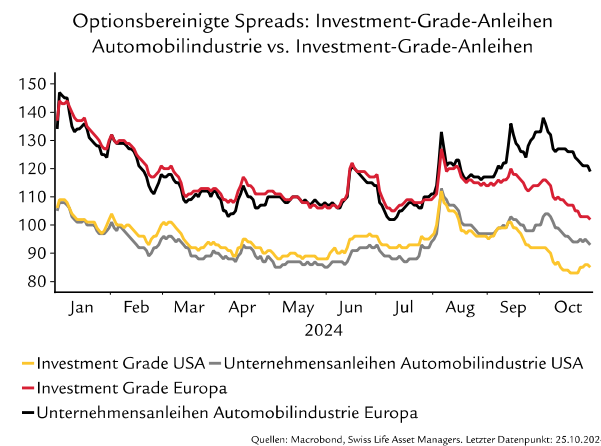
Vereinigtes Königreich

- Das Wirtschaftsbild bleibt solide, aber Stimmungskennzeichen deuten auf eine Abschwächung hin.
- Die Bank of England dürfte ihren Leitzins im November senken, nicht aber im Dezember.

Schweiz

- Im September lag die Inflation tiefer als erwartet und die Arbeitslosenquote höher als erwartet. Unsere BIP-Wachstumsprognose für 2025 von 1.0% bleibt unter der zuletzt nach unten korrigierten Konsensusprognose von 1.3%.
- Die SNB senkte den Leitzins im September um 25 BP und deutete weitere Schritte an. Wir rechnen mit einer weiteren Senkung in diesem Jahr.

Underperformance von Automobilanleihen



Seit September entwickelt sich der Automobilssektor sowohl im Investment-Grade- (IG), primär Automobilhersteller, als auch im High-Yield-Segment (HY), primär Automobilzulieferer, unterdurchschnittlich. Die Spread-Ausweitung ist auf rückläufige globale Umsätze, tiefere Produktionserwartungen und Margendruck zurückzuführen. Dies liegt an hohen globalen Lagerbeständen nach der Überproduktion von 2022/2023 sowie am Rückgang der weltweiten Pkw-Verkäufe seit Juni 2024 sowie des Absatzes von Batterie-E-Fahrzeugen in Europa nach dem Wegfall von Subventionen (z.B. Deutschland). Autohersteller und -zulieferer sprachen Gewinnwarnungen aus, Ratingagenturen reagierten mit negativen Massnahmen. Moody's hat den Ausblick für den globalen Autosektor auf negativ geändert. Zinssenkungen, Lagerräumungen und staatliche Massnahmen in China dürften zur Stabilisierung des Sektors beitragen. Zudem dürften die europäischen Automobilhersteller angesichts strengerer EU-Emissionsvorschriften ab 2025 neue Batterie-E-Fahrzeuge einführen, um das Bussenrisiko zu verringern. Für November ist unsere Sicht auf HY-Kreditspannen insgesamt negativ und auf IG-Kreditspannen neutral. Bei der Duration erwarten wir gegen Jahresende tiefere Renditen in den USA und Deutschland und sind neutral auf Schweizer Anleiherenditen.

Aktien

Allzeithoch für US-Aktien

Übersicht Aktienmarktperformance

	Okt. 2024*	Year-to-date*
USA	1.1%	22.6%
Eurozone	-2.4%	9.0%
Vereinigtes Königreich	-0.8%	8.8%
Schweiz	-1.7%	8.7%
Schwellenländer	-3.9%	12.4%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.
* Entwicklung bis 30. Oktober. Quelle: Bloomberg

USA

- Der US-Markt erreichte dieses Jahr fast 50 Allzeithochs und seine robuste Performance hielt im Oktober an. Die Berichtssaison begann mit besonders starken Zahlen von Tesla gut.
- Der US-Markt ist teuer. Die längerfristig erwarteten Renditen liegen unter 5% pro Jahr.

Eurozone

- Die Underperformance des europäischen Markts hielt im Oktober an. In den letzten drei Jahren entwickelte sich der Euro Stoxx jedoch besser als der S&P 500 ohne «Magnificent 7».
- Die Performanceunterschiede zwischen den Märkten sind gross. Seit Jahresbeginn legte Deutschland über 16% zu, Frankreich büsste 1% ein.
- Die Bewertung des europäischen Markts ist weiterhin neutral, aber ein Auslöser für eine höhere Bewertung (absolut und vs. US-Markt) fehlt.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt blieb im Oktober unverändert. Die Entwicklung seit Jahresbeginn entspricht derjenigen der Eurozone.
- Der britische Markt bleibt tief bewertet.

Schweiz

- Der Schweizer Markt ging im Oktober zurück. Wie in anderen Märkten entwickeln sich Small Caps in der Schweiz seit Jahresbeginn schlechter als Large Caps. Über die letzten drei Monaten lagen sie jedoch mit der Performance von Large Caps gleichauf.
- Die Bewertung des Schweizer Aktienmarkts liegt am oberen Ende der neutralen Bandbreite.

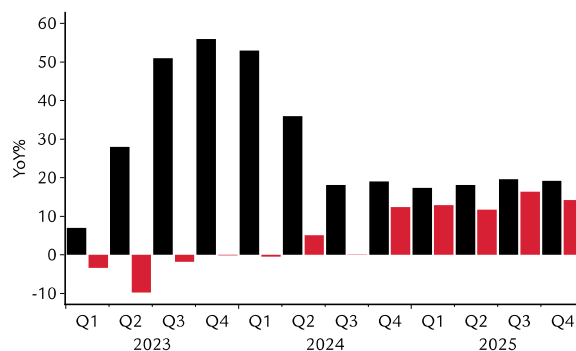
Schwellenländer

- Nach einem äusserst starken September büssten die Schwellenländer ihre Gewinne teilweise wieder ein.
- Der grösste negative Beitrag kam von China und Indien, die 4% bzw. 7% (in USD) verloren.

Mysteriöses Gewinnwachstum

Der US-Markt wurde zuletzt stark von den Magnificent 7 bestimmt, einer Gruppe sieben führender Tech-Aktien – bei der Performance sowie beim Gewinnwachstum. 2023 verzeichneten diese sieben Aktien ein Gewinnwachstum von 30 bis 60%, die restlichen 493 Titel des S&P 500 keines oder gar ein negatives.

Wachstum der Quartalsgewinne, inkl. Analystenerwartungen



■ Magnificent 7 ■ Weitere 493 Unternehmen im S&P 500

Quellen: JPM, Factset, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 2025 Q4

Die Erwartungen für die nächsten Quartale weichen deutlich vom historischen Bild ab. Das Gewinnwachstum der Magnificent-7-Aktien dürfte derzeit bei rund 20% liegen, wobei bis 2026 ein weiterer Rückgang auf 10–15% erwartet wird. Bei den anderen 493 Aktien des S&P 500 ist jedoch ein starker Turnaround zu erwarten: Ihr Gewinnwachstum ab dem 4. Quartal 2024 dürfte zweistellig ausfallen; dies trotz weiterhin hohen Zinsen und der Angst vor einem abflauenden Wirtschaftsmomentum. Treffen diese Prognosen zu, könnte der S&P 500 in den nächsten fünf Quartalen ein Gewinnwachstum von 15% erreichen, was äusserst hoch ist – etwa das Dreifache des erwarteten nominalen BIP-Wachstums. Woher dieses starke Wachstum für die restlichen 493 Firmen kommen soll, ist uns nicht klar. Die Margen sind bereits auf Allzeithochs; Zinssenkungen des Fed sind eingepreist und mögliche Produktivitätsgewinne durch KI werden sich erst nach ein paar Jahren manifestieren. Zudem ist die US-Fiskalpolitik bereits sehr expansiv. Kurz: Wir erwarten für die restlichen 493 Unternehmen und den S&P 500 als Ganzes ein Gewinnwachstum unter dem Markt. Angesichts der hohen Bewertungen, dieser ambitionierten Erwartungen und des viel tieferen Gewinnwachstums der Magnificent 7 ist eine Marktkorrektur in den USA sehr wahrscheinlich. Die aktuelle Stimmung ist aber gut, die Wirtschaftsdaten sind robust und die Berichtssaison war bisher vielversprechend.

Währungen

Übertriebener USD-Anstieg

Übersicht Hauptwährungen

	Okt. 2024*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	-2.5%	-1.7%	↗
EUR/CHF	-0.1%	1.3%	→
GBP/USD	-3.1%	1.8%	↗
USD/JPY	6.8%	8.8%	↘

* Entwicklung bis 30. Oktober. Quelle: Bloomberg

USA

- Der USD erholte sich von seiner Sommerflaute. Handelsgewichtet gewann der USD-Index im Oktober 3.7%.
- Der USD profitierte von der Neubewertung der Zinserhöhungen durch das Fed und unerwartet starken US-Wirtschaftsdaten. Wir sehen die jüngste Bewegung als übertrieben und erwarten eine USD-Abschwächung im November.

Eurozone

- Der EUR büsste im Oktober vs. den USD seine Gewinne von August und September grösstenteils ein. Dies war primär auf den USD zurückzuführen, während die schwächelnde Konjunktur in der Eurozone den EUR zusätzlich unter Druck setzte.
- Unsere Sicht auf EUR/USD für November ist positiv, unsere Sicht auf EUR/CHF neutral.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP verlor im Oktober gegenüber dem USD und dem EUR an Wert, trotz einer weiterhin vorsichtigen Bank of England und das überdurchschnittliche Wachstum des Landes.
- Wir erwarten eine Wende bei GBP/USD im November und daher einen Anstieg des Währungspaares.

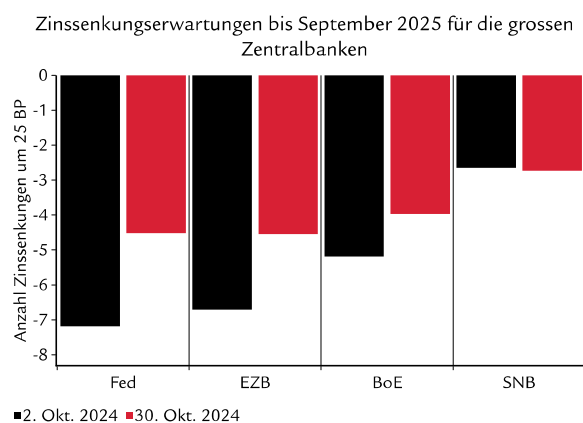
Schweiz

- Der CHF gewann im Oktober vs. EUR wieder an Boden und wertete vs. USD stark ab, weil die Unterstützung durch Zuflüsse in sichere Häfen durch eine höhere Zinsdifferenz zu den USA wettgemacht wurde.
- Unsere Sicht auf EUR/CHF für November ist neutral, unsere Sicht auf USD/CHF negativ.

Japan

- USD/JPY legte im Oktober nach dreimonatiger JPY-Stärke stark zu.
- USD/JPY dürfte im November sinken, primär aufgrund der allgemeinen USD-Schwäche.

USD: von null auf hundert



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 30.10.2024

Während der USD in den Sommermonaten zu leiden hatte, feierte er im Oktober ein starkes Comeback. Der USD wertete vs. alle Hauptwährungen auf, am meisten vs. NZD und JPY. Hauptgrund dafür waren die angepassten Markterwartungen zur künftigen Geldpolitik in den USA. Der Markt preiste seit Monatsbeginn rund zwei Zinssenkungen um 25 BP durch das Fed aus, nachdem die US-Wirtschaftsdaten besser als erwartet ausgefallen waren (siehe Grafik). Der steigenden Wahlchancen von Donald Trump dürften den USD zusätzlich gestützt haben. Die aktuelle Einschätzung der Märkte, die in Frage stellen, ob das Fed die Leitzinsen in naher Zukunft überhaupt weiter senken wird, erscheint uns jedoch unvernünftig, da sich erste Risse in der US-Wirtschaft abzeichnen. Das Momentum am US-Arbeitsmarkt nimmt ab, und die Unternehmensumfragen gehen etwas zurück, wenn auch von hohen Niveaus aus. Wir erwarten, dass die Fed bis Juli 2025 an jeder ihrer sieben geldpolitischen Sitzungen die Zinsen um 25 BP senken wird. Daher dürfte es auch zu einer Neubewertung des aktuellen Zinsvorteils für den USD, des sogenannten Carry, kommen und zu einer Korrektur der Dollarstärke führen. Daher erwarten wir, dass EUR/USD im November zulegen wird. Zudem verlagerte sich die Marktpositionierung auf EUR-Short- und USD-Long-Positionen, was das Risiko einer Korrektur birgt und unsere Sicht auf EUR/USD untermauert.

Asset Allocation

US-Aktien glänzen mit steigenden Renditen

Review

- Im Oktober legten US-Aktien dank robuster Fundamentaldaten und Gewinnen von Tech-Aktien stark zu. Neben den USA war Japan einer der wenigen anderen Märkte mit positiven Renditen. Die meisten anderen Märkte litten unter regionalen wirtschaftlichen Herausforderungen und hohen Bewertungen.
- Diese geringe Gewinnkonzentration verstärkte die Vorsicht der Anleger, wobei sich das Momentum auf eine begrenzte Anzahl von Firmen beschränkte, was zu Bewertungsorgen führte. Die letzte Berichtssaison zeigte ein positives, aber sinkendes Wachstum, was auf einen reifen Konjunkturzyklus hindeutet.
- Die Zentralbanken beeinflussten die Marktdynamik stark, v. a. das Fed mit der letzten Zinssenkung und ihrer neutraleren Haltung, die sich mit den Markterwartungen deckt, gestützt durch stabile Inflation und solide Wirtschaftsdaten. Die EZB behielt ihre Position bei einem verhaltenen Wachstum in der Region bei. In Asien profitierte der chinesische Markt von geld- und fiskalpolitischem Support, was Optimismus, aber auch Skepsis auslöste.
- An den Anleihemärkten kehrte der Druck steigender Renditen zurück. Staats- und Investment-Grade-Anleihen rentierten negativer als High-Yield- und Schwellenländeranleihen. Die Kreditspannen bleiben eng und schützen nur beschränkt vor Einbussen bei der Kreditqualität. Staatsanleihen bleiben wegen ihrer Rendite und ihres Risikodiversifizierungspotenzials im Rahmen hoher Aktienbewertungen und der anhaltenden Unsicherheit attraktiv.

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

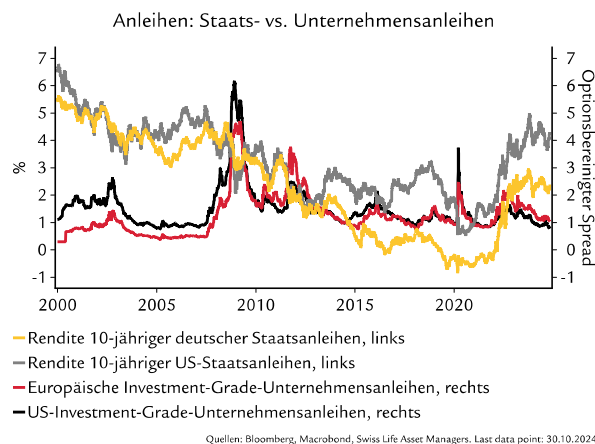
Anlageklasse	Aktive Gewichtung
Globale Staatsanleihen	Übergewichtung
Globale IG-Unternehmensanleihen	Untergewichtung
Anleihen Emerging Markets	Untergewichtung
Globale Aktien	neutral

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

- Wir bleiben bei Aktien grundsätzlich vorsichtig, obwohl wir anerkennen, dass der US-Markt trotz hoher Bewertungen das Momentum beibehalten kann, und belassen deshalb unsere Allokation neutral.
- Wir bleiben wegen ihrer attraktiven Renditen und ihres Risikodiversifizierungspotenzials in Staatsanleihen übergewichtet. Ein Untergewicht halten wir in Firmenanleihen wegen der engen Kreditspannen, die nur begrenzten Schutz vor abnehmender Kreditqualität und begrenztes Aufwärtspotenzial bieten.

Warum wir an Staatsanleihen festhalten

Unsere aktuelle Anlagestrategie beruht auf zwei Annahmen. Erstens sind Firmenanleihen und Aktien zwar teuer, aber Aktien haben mehr Aufwärtspotenzial. Im Vergleich erscheinen Firmenanleihen wegen ihres begrenzten Potenzials für positive Renditen weniger attraktiv. Zweitens sind die Renditen auf Staatsanleihen in den USA und der Eurozone hoch, besonders inflationsbereinigt. Da sich Inflation und Geldpolitik stabilisieren, dürften diese Renditen sinken, was bei potenziellen Aktienmarktkorrekturen eine gewisse Verlustabsicherung bietet – anders als 2022, als Aktien- und Anleihemärkte gleichzeitig zurückgingen. Bisher fielen die Ergebnisse dieser Positionierung gemischt aus. Aktien entwickelten sich 2024 besser als Anleihen, aber Firmenanleihen rentierten besser als Staatsanleihen. Rückblickend erwies sich die neutrale Aktienposition als vorteilhaft, aber Firmenanleihen rentierten trotz tiefer Spreads besser als Staatsanleihen. Daher die Frage: Sollten wir unsere Anleiheallokation überdenken? Aus mehreren Gründen nein.



Die Kreditspannen bleiben nahe an den historischen Tiefs und die geopolitischen, wirtschaftlichen und sektorspezifischen Risiken steigen. Zudem sind Staatsanleiherenditen, ausser in der Schweiz, im historischen Vergleich nominal und inflationsbereinigt hoch. Solche Niveaus könnten sich gar für die weiterhin starke US-Wirtschaft als unhaltbar erweisen, ganz zu schweigen von den schwächeren europäischen Märkten. Wir erwarten weiterhin, dass die Zinsen sinken und sich die Kreditspannen ausweiten werden, obwohl steigende Staatsdefizite den Zinsrückgang begrenzen könnten. Allerdings könnten die von den Präsidentschaftskandidaten versprochenen Fiskalmassnahmen letztlich in ihrer Umsetzung zurückgefahren werden.

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.