

Jahresausblick 2025

Zinsen und Anleihen

Gute Gesamtrendite von Firmenanleihen für 2025

Übersicht Anleiherenditen und Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Nov/Dez 2024*	Year-to-date*	Aktuell	Nov/Dez 2024*	Year-to-date*
US	4.3%	4 BP	45 BP	75 BP	-9 BP	-24 BP
Eurozone	2.2%	-18 BP	18 BP	99 BP	-5 BP	-39 BP
UK	4.4%	-8 BP	83 BP	101 BP	-7 BP	-38 BP
CH	0.3%	-7 BP	-38 BP	68 BP	-1 BP	-14 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE, BP = Basispunkte.
* Entwicklung bis 12. Dezember. Quelle: Bloomberg

USA

- Als Folge der US-Wahlen stiegen die Erwartungen für das reale US-BIP-Wachstum und die Inflation im Jahr 2025 an, liegen aber entsprechend dem Szenario einer sanften Landung etwas tiefer als 2024.
- Nach den US-Wahlen erwartet der Markt für das Jahr 2025 nur noch drei Leitzinssenkungen, wir rechnen mit vier Schritten um je 25 Basispunkte.

Eurozone

- Für 2025 erwarten wir in der Eurozone ein deutlich geringeres Wachstum als in den USA. Dies ist primär auf die schwache Dynamik in Deutschland, Italien und Frankreich zurückzuführen.
- Die Inflation dürfte daher 2025 weiter nachlassen. Wir erwarten für 2025 sechs Zinssenkungen durch die EZB um je 25 Basispunkte (BP).

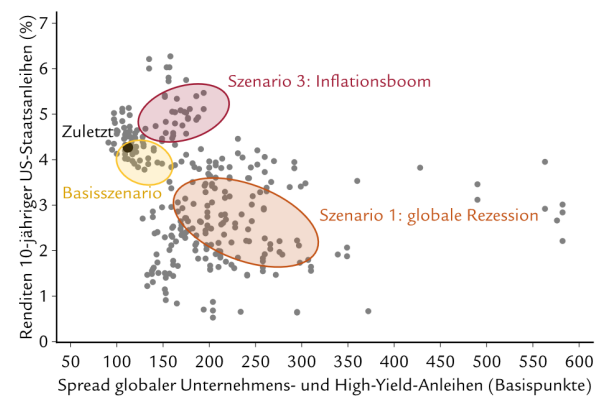
Vereinigtes Königreich

- Nach der Veröffentlichung des Budgets im Oktober 2024 stiegen die Wachstums- und Inflationserwartungen für 2025 an.
- Die nachlassende Inflation dürfte aber dennoch weitere Zinssenkungen erlauben. Insgesamt erwarten wir für 2025 fünf Leitzinssenkungen um je 25 BP.

Schweiz

- Wir erwarten für die Schweiz für 2025 ein geringes, aber konstantes BIP-Wachstum und einen weiteren Rückgang der Inflation gegen 0%.
- Im Dezember 2024 senkte die SNB den Leitzins stärker als erwartet auf 0.5%. Wir rechnen für 2025 mit einer weiteren Senkung um 25 BP.

Kreditspannen und Zinsen in diversen Wirtschaftsszenarien



Quellen: Bloomberg, ICE BofA, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 11.12.2024

Wachstum und Inflation waren 2024 in den USA höher als erwartet. Die Weltwirtschaft trotzte vielen Herausforderungen und Risikoanlagen performten gut. Seit Jahresbeginn verengten sich die Kreditspannen in den USA, der Eurozone und Grossbritannien aufgrund hoher Zuflüsse. Ab Mitte September begannen die US-Märkte die Wahl von Donald Trump zu antizipieren: Die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen stiegen von ihren Tiefs von 2024 an und lagen letztlich höher als zu Jahresbeginn. In Europa blieben die Zinsen recht stabil. Wegen der hohen Gesamtrenditen und der engeren Spreads erzielten Firmenanleihen solide Renditen von 5.4% (EUR IG), 8.2% (EUR HY), 4.6% (USD IG) und 8.9% (USD HY). Für 2025 preist der Markt ein Szenario mit tieferem Wachstum und tieferer Inflation ein, was zu einer weiteren Lockerung der Geldpolitik führen dürfte (Basisszenario). In diesem Szenario bleiben IG-Anleihen eine attraktive Anlageklasse. Überdurchschnittliche Renditen und Chancen auf tiefere Zinsen sprechen erneut für potenziell gute Gesamtrenditen von Firmenanleihen (in Lokalwährung). In unserem Alternativszenario 3 übertreffen Inflation und Wachstum die Erwartungen, was aus Anlegersicht negativ sein könnte, da Spreads und Zinsen ansteigen dürften. Im Alternativszenario 1 könnte eine globale Rezession immer noch attraktive Renditen generieren, da eine Ausweitung der Kreditspannen durch einen stärkeren Zinsrückgang ausgeglichen werden dürfte.

Aktien

Zwei starke Jahre gehen zu Ende, Ausblick positiv

Übersicht Aktienmarktperformance

	Nov/Dez 2024*	Year-to-date*
USA	6.6%	28.4%
Eurozone	2.9%	11.0%
Vereinigtes Königreich	2.8%	11.2%
Schweiz	-0.7%	6.5%
Schwellenländer	-0.4%	11.2%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.
* Entwicklung bis 12. Dezember. Quelle: Bloomberg

USA

- 2024 (alle Daten per 12. Dezember) legte der Markt fast 30% zu und der Anstieg der letzten zwei Jahre ist erst das siebte Mal in der Geschichte mit einem Anstieg über 20% über diesen Zeitraum.
- Zentral für die starke US-Entwicklung waren erneut grosse Tech-Aktien, die 2024 fast 70% zulegten.
- Der US-Markt ist teuer und die Bewertung bleibt viel höher als bei allen anderen Märkten.

Eurozone

- Der europäische Aktienmarkt hinkte 2024 dem US-Markt um fast 20% hinterher (in Lokalwährung). Das ist die zweitgrösste Differenz in den letzten 30 Jahren.
- Hauptgründe waren schwaches Wachstum und die Angst vor möglichen Zöllen nach den US-Wahlen.
- Die Bewertung des europäischen Markts ist weiterhin neutral, aber ein Auslöser für eine höhere Bewertung (absolut und vs. US-Markt) fehlt.

Vereinigtes Königreich

- Die Entwicklung und die Probleme des britischen Markts und der Eurozone waren 2024 sehr ähnlich.
- Der britische Markt bleibt tief bewertet.

Schweiz

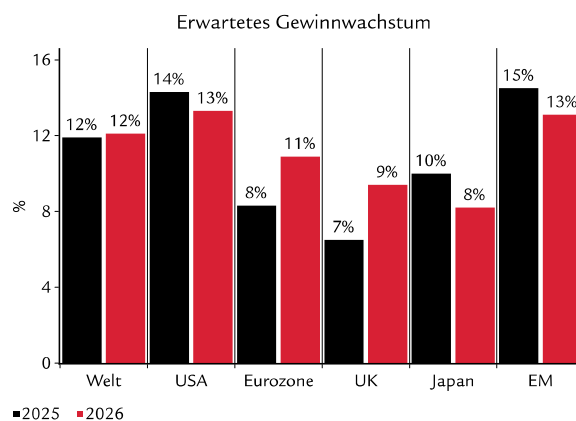
- Der Schweizer Markt schnitt 2024 am schlechtesten ab. Hauptgrund war die schwache Entwicklung der drei Indexschwergewichte. Nestlé ist im SPI mit 23% gewichtet und verlor 2024 über 20%.
- Die Bewertung des Schweizer Aktienmarkts liegt am oberen Ende der neutralen Bandbreite.

Schwellenländer

- Die September-Rally reichte nicht für eine gute relative Performance aus. Besonders lateinamerikanische Aktien und Südkorea waren 2024 sehr schwach.
- Der Bewertungsabschlag ist gross, aber wie bei EUR-Aktien fehlt ein Auslöser für eine höhere Bewertung.

Ausblick 2025

2025 dürfte ein weiteres gutes Aktienjahr werden, jedoch mit tieferen Renditen als 2023 und 2024. Hauptgrund dafür ist, dass das starke US-Wachstum und die lockere Geldpolitik einen Nährboden für Umsatz- und Gewinnwachstum bieten. Im Folgenden skizzieren wir die positiven und die negativen Aspekte für 2025.



Quellen: Macrobond, Bloomberg, JP Morgan, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 2026

Negativ ist die Bewertung, v. a. von US-Aktien (und damit auch von Industrieländern). Egal welche Bewertungsmethode wir verwenden, diese Märkte sind sehr teuer. Auch negativ ist, dass es 2024 keine grosse Korrektur gegeben hat und der Optimismus am Aktienmarkt gross bleibt. Wegen der hohen Bewertung liegen die mittel- und längerfristigen Renditeerwartungen für den US-Markt unter dem historischen Mittel. Besonders positiv ist das günstige Wirtschaftsumfeld: starkes Wachstum (v. a. in den USA), lockere Finanzbedingungen und weitere erwartete Lockerungen der Zentralbanken. In diesem Umfeld ist für 2025 ein Gewinnwachstum von ca. 10% recht wahrscheinlich. Positiv sind auch die Konjunkturpakete in China und die erwarteten Steuersenkungen und Deregulierungen in den USA. Diese positiven Faktoren dürften die negativen 2025 überwiegen. Eine Unsicherheit ist die künstliche Intelligenz (KI), falls deren positive Effekte unterschätzt werden und der Produktivitätsschub höher ausfällt als bisher vom Markt erwartet. Insgesamt ist unser Ausblick für die kommenden Monate und 2025 positiv. In unserem Basisszenario erwarten wir eine Gesamtrendite von 5% bis 10% entsprechend dem Gewinnwachstum (ohne Anstieg der Aktien-Multiples). In einem Negativszenario, in dem die Weltwirtschaft in eine Rezession abgleitet, erwarten wir negative Renditen, in einem sehr optimistischen Szenario ohne Handelskrieg Renditen von über 10%.

Währungen

USD-Stärke hält global an

Übersicht Hauptwährungen

	Nov/Dez 2024*	Year-to-date*	Sicht 2025
EUR/USD	-3.8%	-5.2%	↘
EUR/CHF	-0.7%	0.5%	↘
GBP/USD	-1.8%	-0.5%	↘
USD/JPY	0.4%	8.2%	↗

* Entwicklung bis 12. Dezember. Quelle: Bloomberg

USA

- 2024 machte die USD-Stärke nur über die Sommermonate Pause. Starkes US-Wachstum und geldpolitische Erwartungen waren die Haupttreiber. Am unteren Ende der Performance-Skala litten lateinamerikanische Währungen wie der mexikanische Peso unter den Risiken eines Handelskriegs.
- Die USD-Stärke dürfte 2025 anhalten. Die Zinsdifferenzen, das sog. Carry, dürften der Haupttreiber bleiben. Das Fed kann die Zinsen zwar weiter senken, dürfte dies aber langsamer als die EZB tun, womit der Carry-Vorteil für den USD bestehen bleibt.

Eurozone

- Der EUR wertete vs. USD und GBP 2024 stark ab, wertete aber vs. die anderen Hauptwährungen auf.
- Der EUR dürfte 2025 aufgrund der schwachen Wirtschaftsdynamik, der lockeren Geldpolitik und der Handelsunsicherheit schwach bleiben.

Vereinigtes Königreich

- Die Widerstandsfähigkeit des GBP 2024 war auf das unerwartet starke Wachstum und die unerwartet verhaltene geldpolitische Lockerung zurückzuführen.
- Wir erwarten 2025 eine Wende bei GBP/USD und daher einen Rückgang des Währungspaares.

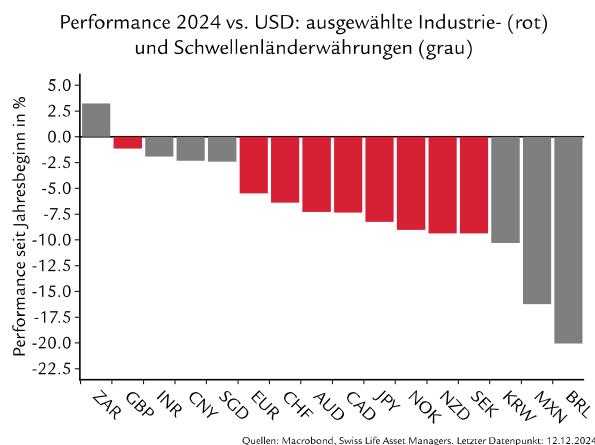
Schweiz

- 2024 blieb der CHF vs. EUR fast unverändert.
- EUR/CHF dürfte 2025 leicht sinken, weil das Inflationsgefälle weiterhin für zusätzliche CHF-Stärke spricht.

Japan

- USD/JPY war 2024 aufgrund stark schwankender geldpolitischer Erwartungen volatil.
- Für 2025 erwarten wir einen Anstieg von USD/JPY, trotz der erwarteten weiteren geldpolitischen Straffung in Japan.

2024: US-Dollar-Ära setzt sich fort



Anfangs Jahr sahen wir für 2024 ein Jahr der USD-Stärke. Nach 2023 mit einer gemischten USD-Entwicklung zeigt die Renditegrafik für 2024 (siehe oben) tatsächlich durchs Band eine Aufwertung des USD. Der südafrikanische Rand (ZAR) ist die einzige Währung in dieser Abbildung, die gegenüber dem Dollar aufwerten konnte. Ein Grossteil der Widerstandsfähigkeit des ZAR ist auf die gesunkenen politischen Risiken nach den Wahlen im Mai zurückzuführen. Ansonsten war die allgemeine USD-Stärke auf das starke Wirtschaftswachstum in den USA und die Zinsdifferenzen, die zugunsten des USD ausfielen, zurückzuführen. Dieser Trend der USD-Stärke dürfte 2025 anhalten. Da Donald Trump im Januar wieder ins Weisse Haus einzieht, erwartet der Markt aufgrund geplanter Steuersenkungen eine lockerere Fiskalpolitik und zumindest einige gezielte Zölle, was die USD-Stärke befeuern dürfte. In Europa ist die politische Unsicherheit aufgrund der innenpolitischen Turbulenzen in Deutschland und Frankreich hoch und dürfte für ein paar Monate bestehen bleiben, was den EUR belastet. Zudem entwickeln sich die Länder der Eurozone strukturell schlechter als die USA und dürften von neuen US-Handelszöllen negativ betroffen sein. Die EZB dürfte daher 2025 mehr Grund und Spielraum für Zinssenkungen haben als das Fed, was den USD weiterhin stützen wird. Dieser «Carry-Vorteil» bleibt der Hauptgrund für unsere konstruktive USD-Sicht für 2025. Die USD-Stärke dürfte auch breit abgestützt bleiben, nicht nur vs. den EUR, sondern auch vs. GBP und JPY. Beim CHF dürften die Fluchtwährungszuflüsse aufgrund der jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten im kommenden Quartal abnehmen, während die Schweizer Wirtschaft solide bleiben dürfte.

Asset Allocation

Moderat positives 2025, aber die Fahrt wird holprig

Rückblick

- Die Finanzmärkte haben uns 2024 überrascht. Bei den Anleiherenditen erwarteten wir eher einen Rückgang als einen Anstieg und die Aktienmärkte performten trotz hoher Bewertung gut. Die bereits engen Spreads verengten sich weiter.
- Dies erklärt sich durch die robuste US-Wirtschaft, den unerwartet langsamen Inflationsrückgang, das Potenzial von KI zur Produktivitätssteigerung und die Wahl Trumps: Die Finanzmärkte fokussieren sich derzeit auf hohe Wachstumserwartungen und legen wenig Gewicht auf die fundamentalen Bewertungen. Sie erwarten also, dass das Gewinnwachstum die hohen Bewertungen rechtfertigen wird.

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

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

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

- Dennoch dürften die Finanzmärkte 2025 diversifizierte Anlegern moderat positive Renditen liefern. Bei den Aktien stellen wir fest, dass die teure Bewertung vor allem auf die hohen Kurse einiger sehr grosser Firmen zurückzuführen ist, während viele andere Segmente günstig sind. Angesichts der vielen (geo-)politischen Risiken und der hohen Bewertungen wird es Volatilität geben. In unserem Basisszenario eines soliden Wirtschaftswachstums könnte aber jede Korrektur als Kaufgelegenheit angesehen werden, was zu schnellen Erholungen führen dürfte, v. a. in den billigeren Aktienmarktsegmenten wie Small Caps und europäischen Aktien.
- Wir sind bei Firmenanleihen vorsichtig, da die tiefen Spreads zu asymmetrischen Risiken führen: In einem positiven Szenario ist das Potenzial für noch engere Spreads beschränkt, in einem negativen ist das Potenzial für weitere Spreads gross. Müssen wir uns für überbewertete Aktien oder überbewertete Anleihen entscheiden, ziehen wir Aktien vor.
- Anleiherenditen sind attraktiv, v. a. bei US- und in geringerem Ausmass bei EUR-Anleihen, CHF-Anleihen sind unattraktiv. Die US-Renditen dürften im Basisszenario nur leicht sinken. Staatsanleihen sollten aber bis zu einem gewissen Grad Schutz vor dem Risiko einer Aktienmarktkorrektur bieten.

Überraschend starkes Jahr 2024, volatiles, aber positives 2025

Für 2024 erwarteten wir starke Erträge auf Anleihen und moderat positive Aktienrenditen. Das Jahr entwickelte sich jedoch etwas anders, da die Anleiherenditen (ausser in CHF) anstiegen und die globalen Aktienmärkte stark performten. Die Tabelle zeigt die simulierte Rendite im Jahr 2024 für ein Portfolio aus 50% Anleihen und 50% Aktien für CHF- und EUR-Anleger.

Simulierte Entwicklung 50% Anleihen/50% Aktien-Portfolio

Portfoliowährung	Rendite 2024 year-to-date*
CHF	12.5%
EUR	13.4%

Allokation: 40% inländische Staats- und IG-Anleihen, 10% globale IG-Firmenanleihen (währungsabgesichert), 20% «inländische» Aktien und 30% «globale» Aktien aus Industrieländern (nicht abgesichert). Die Berechnungen basieren auf Indizes und beinhalten keine Kosten.

* Entwicklung bis 11. Dezember. Quellen: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

CHF-Portfolio

- Das CHF-Balanced-Portfolio entwickelte sich 2024 dank einem unerwartet guten Jahr für CHF-Anleihen und dem starken globalen Aktienmarkt gut, was die schwache Entwicklung von Schweizer Aktien und globalen Firmenanleihen sowie den Effekt der CHF-Aufwertung teilweise kompensierte.
- In unserem Basisszenario für 2025 erwarten wir für dieses Portfolio eine deutlich tiefere, aber positive Rendite, da CHF-Anleihen schlechter abschneiden dürften als 2024, während die Renditen an den globalen Aktienmärkten moderater ausfallen dürften. Zudem dürfte der CHF vor allem vs. EUR weiterhin einen gewissen Aufwertungsdruck erfahren.

EUR-Portfolio

- Das EUR-Portfolio entwickelte sich besser als das CHF-Portfolio, da die tieferen Erträge auf EUR-Anleihen durch eine deutlich bessere relative Performance des Eurozone-Aktienmarkts und den positiven Effekt eines schwächeren Euros mehr als wettgemacht wurden.
- In unserem Basisszenario für 2025 fallen die Renditen deutlich tiefer als 2024, aber positiv aus. EUR-Anleihen dürften von sinkenden Zinsen profitieren und der Eurozone-Aktienmarkt könnte sich dank seiner attraktiven Bewertung besser entwickeln, was ein solches Portfolios stützt.

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 VIIs 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.