

Februar 2025

Zinsen und Anleihen

Eurozone: 10-jährige Renditen steigen, Spreads sinken

Übersicht Anleiherenditen und Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Jan. 2025*	Year-to-date*	Aktuell	Jan. 2025*	Year-to-date*
US	4.5%	-5 BP	-5 BP	79 BP	-1 BP	-1 BP
Eurozone	2.5%	15 BP	15 BP	92 BP	-10 BP	-10 BP
UK	4.6%	-1 BP	-1 BP	92 BP	-4 BP	-4 BP
CH	0.4%	15 BP	15 BP	68 BP	-1 BP	-1 BP

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

USA

- Nach ihrem Anstieg in der ersten Januarhälfte gingen die Renditen zehnjähriger US-Treasuries zur Monatsmitte als Reaktion auf tiefer als erwartete Inflationszahlen etwas zurück.
- Unser Ausblick für die US-Inflation ist verglichen mit dem Konsens etwas konstruktiver, und wir erwarten für 2025 daher weiterhin vier Zinssenkungen, was mehr ist als aktuell vom Markt erwartet.

Eurozone

- Wir rechnen 2025 mit einer Wachstumsbeschleunigung, sind aber vorsichtiger als der Konsens.
- Nach der EZB-Zinssenkung vom 30. Januar erwarten wir für 2025 fünf weitere Senkungen. Die Geldpolitik der EZB würde damit expansiv und wirkte so dem schwachen Wachstum und der höheren Unsicherheit infolge möglicher US-Zölle entgegen.

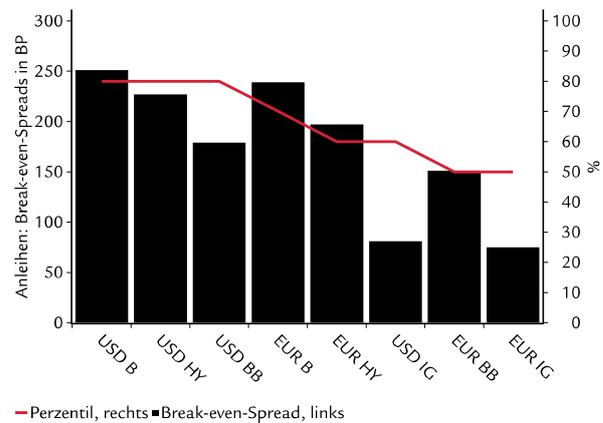
Vereinigtes Königreich

- Die Renditen britischer Staatsanleihen stiegen Anfang Januar weiter an, kamen aber nach unerwartet tiefen Inflationszahlen Mitte Monat von ihren jüngsten Hochs zurück.
- Wir halten die Wachstumsprognosen der Bank of England (BoE) und des Amts für Haushaltsfragen für zu optimistisch. Die BoE dürfte ihre Leitzinsen 2025 fünfmal senken.

Schweiz

- Die Inflation dürfte 2025 gegen 0% fallen, was 2025 eine weitere Senkung um 25 Basispunkte (BP) zur Folge haben könnte.

Überdurchschnittliche Break-even-Spreads für IG und HY



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 27.01.2025

Die Leitzinserhöhungen 2022 und 2023 haben die Break-even-Spreads von Unternehmensanleihen erhöht, die nun in den höheren historischen Perzentilen liegen (siehe Grafik). Break-even-Spreads geben an, wie stark die Renditen von Anleihen steigen können, bevor das Investment unrentabel wird. Ein höherer Break-even-Spread bedeutet, dass die Anleihe einem grösseren Renditeanstieg standhalten und dennoch eine positive Rendite liefern kann. Er berechnet sich als Rendite geteilt durch Duration. In Industrieländern sind die Break-even-Spreads für High-Yield-Anleihenindizes (HY) in USD und EUR im Vergleich zu Investment-Grade-Indizes (IG) auf historisch hohem Niveau. Dies liegt am Rückgang der HY-Index-Duration seit 2022, verursacht durch weniger Mergers & Acquisitions und Leveraged Buyouts, sowie dem verstärkten Wettbewerb von privaten Kreditmärkten und Anleiheemissionen mit kürzerer Laufzeit. Derweil bieten USD-HY-Indizes die höchsten Break-even-Spreads (70. bis 80. Perzentil). IG- und EUR-BB-Indizes haben ebenfalls respektable Break-even-Spreads (40. bis 60. Perzentil), was darauf hindeutet, dass diese Anleihen selbst bei unerwarteten Zinsschritten oder Marktvolatilität gut abschneiden können. Im Februar erwarten wir für EUR HY höhere Spreads, sind aber bei USD-HY- und IG-Spreads neutral. Wir erwarten tiefere Renditen am kürzeren Ende in Deutschland und haben eine neutrale Sicht auf die Renditen von US- und Schweizer Staatsanleihen.

Aktien

Positiver Start ins Jahr 2025 trotz DeepSeek

Übersicht Aktienmarktperformance

	Jan. 2025*	Year-to-date*
USA	3.5%	3.5%
Eurozone	7.2%	7.2%
Vereinigtes Königreich	5.7%	5.7%
Schweiz	8.5%	8.5%
Schwellenländer	2.0%	2.0%

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

USA

- Die US-Aktienmarktrenditen sind im Januar oft positiv, auch dieses Jahr.
- Nach der DeepSeek-Ankündigung korrigierten Technologie-, Energie- und Versorgungsaktien, darunter Nvidia (-17%, Verlust von USD 600 Mrd. Marktkapitalisierung), stark und erholten sich nur teilweise. Positiv waren der starke Start in die Berichtssaison und die ausgebliebenen Zölle Trumps.
- Der US-Markt ist teuer, die Bewertungen sind viel höher als bei allen anderen Märkten.

Eurozone

- Ausnahmsweise schnitt der europäische Aktienmarkt besser ab als andere globale Märkte.
- Die Berichtssaison erfüllte die Erwartungen, und die Zolldrohungen wurden noch nicht umgesetzt.
- Die Bewertung des europäischen Markts ist weiterhin neutral, und ein grosser Auslöser für eine höhere Bewertung (absolut und vs. US-Markt) fehlt.

Vereinigtes Königreich

- Das Vereinigte Königreich startete - wie die anderen europäischen Märkte auch - sehr gut ins Jahr.
- Der britische Markt bleibt tief bewertet.

Schweiz

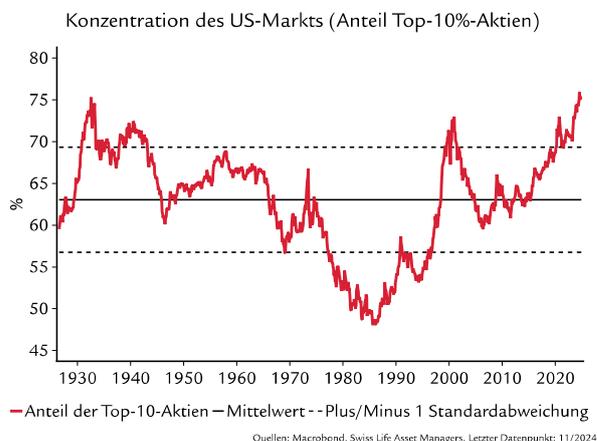
- Die grossen drei (Nestlé, Roche, Novartis) starteten recht gut ins Jahr und unterstützten die deutliche Outperformance des Schweizer Markts.
- Die Bewertung des Schweizer Aktienmarkts liegt am oberen Ende der neutralen Bandbreite.

Schwellenländer

- 2025 begann ähnlich, wie 2024 aufhörte, nämlich mit einer Underperformance. Vor allem Indien zeigte sich sehr schwach und büsste fast 4% ein.
- Der Bewertungsabschlag von Schwellenländeraktien ist gross, aber es ist kein Auslöser in Sicht, der zu einer höheren relativen Bewertung führen könnte.

Konzentration und ihre Folgen

Am US-Aktienmarkt und damit auch am globalen Markt herrscht eine noch nie dagewesene Konzentration. Der US-Anteil an globalen Indizes hat ein Allzeithoch erreicht und beträgt 70% des MSCI World, eines Index für Industrieländeraktien. Auf die zehn grössten US-Aktien entfallen ca. 40% des Gesamtwerts des US-Marktes. Diese hohe Konzentration führt zu reduzierter Diversifikation. Historisch gesehen gingen ähnliche Perioden extremer Konzentration in den Jahren 1929 und 2000 starken Markteinbrüchen voraus.



Die hohe Marktkonzentration hat negative Implikationen. Die Performance des globalen und des US-Marktes wird von wenigen Aktien aus nur zwei Sektoren bestimmt: IT und Kommunikation. Alle Top-10-Aktien im MSCI All Country World Index stammen aus diesen Sektoren, die alle hohe Bewertungen und Gewinnwachstumsenerwartungen haben. Zudem haben es aktive Manager schwerer, eine Outperformance zu erzielen, da die relative Performance primär von Positionen in rund fünf bis zehn Aktien bestimmt wird und viele andere, potenziell gute Aktien nur eine untergeordnete Rolle spielen. Schliesslich kann eine hohe Konzentration mit hohen Bewertungen zu sehr tiefen erwarteten Renditen führen. Schätzungen zufolge könnten bei einer Normalisierung dieser Konzentration die US-Aktienrenditen um mehrere Prozentpunkte sinken. Was können Anleger tun? Sie können in weniger konzentrierte Aktienstile oder Indizes wie Value-, Dividenden- oder gleichgewichtete Indizes investieren. Diese sind deutlich tiefer bewertet und breiter diversifiziert. So entwickeln sich gleichgewichtete US-Indizes trotz Underperformance seit 2010 historisch besser als ihre kapitalisierungsgewichteten Pendanten.

Währungen

Schwächerer USD im Januar, aber Erholung kommt

Übersicht Hauptwährungen

	Jan. 2025*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	0.4%	0.4%	↘
EUR/CHF	0.6%	0.6%	→
GBP/USD	-0.8%	-0.8%	↘
USD/JPY	-1.9%	-1.9%	↗

* Entwicklung bis 30. Januar. Quelle: Bloomberg

USA

- Die USD-Rally, die im Oktober 2024 begonnen hatte, pausierte im Januar. Das Ausbleiben von unmittelbaren Zollankündigungen nach der Amtseinführung von Donald Trump war ein wesentlicher Grund für diese Wende. Am meisten profitierten die Schwellenländerwährungen und der JPY.
- Wir erwarten eine erneute USD-Aufwertung, da das Thema Zölle in den nächsten Wochen an Bedeutung gewinnt und die Zinsdifferenzen, das sogenannte Carry, für den USD vorteilhaft bleiben.

Eurozone

- Im Januar wertete der EUR vs. den USD auf, blieb aber vs. wichtige europäische Währungen wie CHF, NOK oder SEK weitgehend unverändert.
- Firmenumfragen in der Eurozone überraschten im Januar positiv, weshalb der wirtschaftliche Pessimismus wohl übertrieben war. Dennoch erwarten wir, dass das Wachstum 2025 deutlich geringer ausfallen wird als in den USA. Wegen der anhaltenden geldpolitischen Lockerung der EZB und der Handelsunsicherheit dürfte der EUR vs. USD abwerten.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP fiel vs. den EUR im Januar auf ein Fünfmonatstief, da unerfreuliche Wirtschaftsdaten zu höheren Zinssenkungserwartungen für die BoE führten.
- Nächsten Monat erwarten wir eine Stabilisierung bei EUR/GBP und einen Rückgang bei GBP/USD.

Schweiz

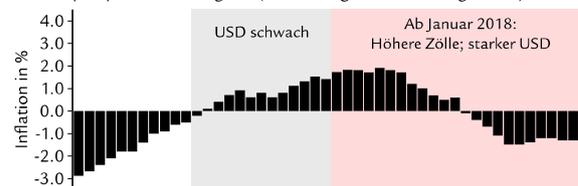
- EUR/CHF blieb im Januar auf dem Aufwärtstrend. Äusserungen von SNB-Chef Schlegel, die auf eine expansive Geldpolitik hindeuten, trugen dazu bei.
- Unsere Sicht auf EUR/CHF bleibt neutral.

Japan

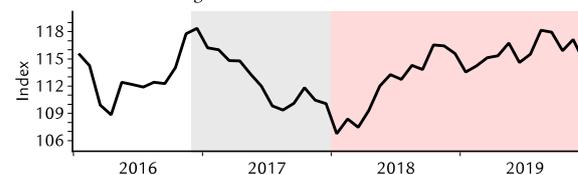
- USD/JPY büsste im Januar wegen der allgemeinen USD-Schwäche ein, aber wie bei anderen Währungen dürfte sich dies in den nächsten Wochen ändern.

Warum Zölle positiv für den USD sind

USA: Importpreise für Kerngüter (ohne Energie und Nahrungsmittel)



USD: nominaler handelsgewichteter Wechselkurs



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: Dezember 2019

Wenn bei all der Unsicherheit, die Trumps zweite Amtszeit für den Wirtschaftsausblick mit sich bringt, etwas sicher ist, dann ist das, dass in irgendeiner Form Zölle eingeführt werden und Zölle für den USD positiv sind. Wieso? Nach Lehrbuch ist es so, dass wenn importierte Güter wegen Zöllen gegenüber ähnlichen inländischen Gütern teurer werden, die Nachfrage nach Importgütern sinkt und die inländische Währung aufwertet, wodurch der Preisunterschied zwischen importierten und im Inland hergestellten Gütern sinkt. Dies war in der ersten Amtszeit Trumps so, als der USD im Januar 2018 aufzuwerten begann und sich der Handelskrieg USA-China zuspitzte (siehe Grafik). In Erwartung der zweiten Amtszeit Trumps legte der USD-Index (DXY) seit Ende September 2024 um 9% zu, als die Finanzmärkte zunehmend auf einen Trump-Sieg zu wetten begannen. Fehlende Zollankündigungen in der ersten Amtswoche führten zu einem schwächeren USD. Dennoch dürfte die Zolldebatte in den kommenden Wochen befeuert werden. Daher halten wir an unserer Sicht eines starken USD fest. Mittelfristig hängt viel von den inflationären Folgen der Zölle und der geldpolitischen Reaktion ab. Sind die Zölle zielgerichtet (unser Basisszenario) anstatt breit angelegt und hoch, könnte der inflationäre Effekt begrenzt ausfallen, auch mithilfe eines stärkeren USD. 2019 führte der stärkere USD sogar zu einem Rückgang der Importpreise, was die vorangehende Importpreis-inflation teilweise zunichtemachte. Wir rechnen daher für 2025 weiterhin mit US-Zinssenkungen. Selbst wenn sich unser expansives Szenario bewahrheitet, dürfte der USD durch die Zinsdifferenz (Carry) gut gestützt bleiben, sodass unsere Prognose einer allgemeinen USD-Aufwertung für das Gesamtjahr weiterhin Bestand hat.

Asset Allocation

Positiver, aber volatiler Start ins neue Jahr

Rückblick

- Bis zum 30. Januar rentierten die Aktienmärkte allgemein positiv, Staatsanleihen gaben nach und die Kreditmärkte legten moderat zu.
- Doch die Marktvolatilität stieg aufgrund der sich wandelnden politischen Dynamik in den USA und der kürzlich erfolgten Einführung eines effizienteren, chinesischen KI-Modells. Diese Entwicklung könnte zu einer Neubewertung der «Magnificent 7»-Firmen in den USA führen, was ein Risiko für den globalen Aktienmarkt darstellt.

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

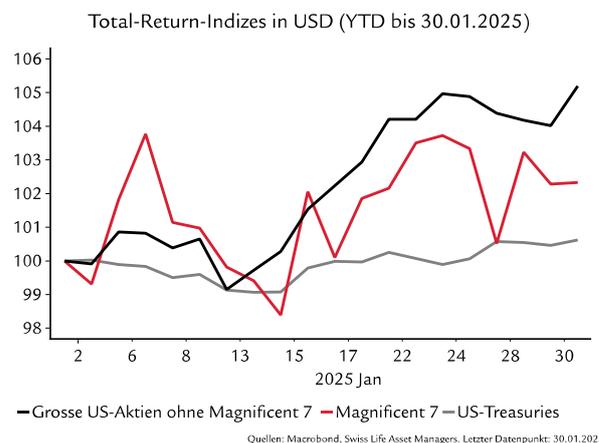
Anlageklasse	Aktive Gewichtung
Globale Staatsanleihen	neutral
Globale IG-Unternehmensanleihen	Untergewichtung
Anleihen Emerging Markets	Untergewichtung
Globale Aktien	Übergewichtung

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

- Trotz dieser Entwicklungen halten wir an unserer aktuellen Einschätzung zur Asset Allocation fest. Der Wirtschaftsausblick für die USA bleibt solide und verbessert sich für Europa etwas.
- Aktien scheinen gegenüber schlechten Nachrichten robust zu sein. Die Reaktion auf die KI-Entwicklungen aus China zeigt aber, dass die Anleger in Bezug auf Technologieaktien vorsichtiger geworden sind.
- Die Kreditspannen sind fast wieder so tief wie im Dezember. Folglich bleiben wir bei Firmenanleihen vorsichtig, da ihr Rendite-Risiko-Profil mit Abwärtsrisiken behaftet ist.
- Wir haben unsere Sicht auf Staatsanleihen nicht geändert. Die Renditen bleiben in den USA und in Europa attraktiv, und künftige geldpolitische Massnahmen dürften den Renditerückgang stützen. Angesichts der aktuellen Wirtschaftsdynamik in den USA könnte diese Anpassung jedoch einige Zeit in Anspruch nehmen. Im Falle einer deutlichen Korrektur an den Aktienmärkten dürften Staatsanleihen als Puffer dienen.

Analyse der KI-Korrektur vom 27. Januar

In unserem Ausblick für 2025 hielten wir fest, dass die globalen Aktienmärkte primär aufgrund der starken Gewichtung grosser Technologieaktien überbewertet schienen. Eine Korrektur bei diesen Aktien würde sich wohl auf den gesamten Markt auswirken; Nicht-Technologie-Aktien dürften sich aber wegen stärkerer Fundamentaldaten schneller erholen. Wir hielten auch fest, dass hohe US-Anleiherenditen US-Treasuries als Puffer gegen einen Rückgang der Aktienmärkte positionieren könnten. Am 27. Januar wurden die Aktienmärkte von der Ankündigung eines innovativen chinesischen KI-Modells erschüttert, was zu einer Korrektur an den US-Aktienmärkten führte (siehe Grafik).



Die anfänglich stark negative Reaktion der «Magnificent 7» im Vergleich zum Gesamtmarkt spiegelt die Besorgnis der Anleger über die Bewertung dieser Titel wider sowie ihre Bereitschaft, in billigere Marktsegmente zu wechseln. Auffallend war hingegen die verhaltene Reaktion der US-Treasuries, deren positive Antwort zu gering ausfiel für eine ernsthafte Absicherung gegen die Korrektur. Dieses Ereignis allein reicht zwar nicht aus, um unsere Ansicht zu untermauern, unterstreicht aber die Anfälligkeit von Technologieaktien und die Notwendigkeit, Absicherungsstrategien laufend zu überprüfen.

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.