

März 2024

Zinsen und Anleihen

Gute Entwicklung von Investment-Grade-Anleihen

USA

- Die positiv überraschenden US-Inflationszahlen für Januar dämpften die Erwartungen von Fed-Zinssenkungen und liessen die Renditen zweijähriger US-Staatsanleihen im Februar um rund 40 BP steigen.
- Der Kreditmarkt blieb aber stark, der US-IG-Firmen-anleihenindex verengte sich um 6 BP auf 96 BP und Neuemissionen wurden gut absorbiert. Die Nachfrage bleibt solide, da institutionelle Anleger die relativ hohen Renditen mitnehmen wollen.
- Ein zentrales Thema im Finanzsektor war die Entwicklung im Markt für US-Geschäftsimmobilien. Grosse Abschreibungen wegen stark sinkender Bewertungen sind aber v. a. für Regionalbanken ein Thema, grosse Institute sind weniger exponiert.

Eurozone

- Europa befindet sich in einem Wirtschaftsumfeld, in dem sich neben Stagnation auch disinflationäre Tendenzen zeigen. Die EZB könnte unseres Erachtens bereits im April 2024 die Zinsen senken.
- Unbeirrt durch die Wirtschaftsentwicklung verengten sich die Spreads auf Firmenanleihen in der Eurozone wie in den USA.

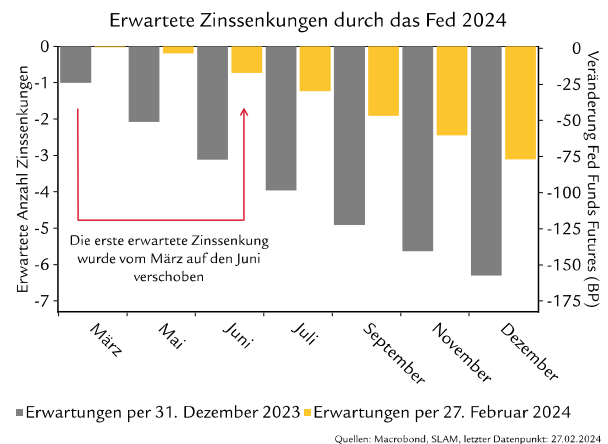
Vereinigtes Königreich

- Die Kerninflation blieb in den letzten drei Monaten mit 5.1% hartnäckig hoch und die BIP-Daten zeigten, dass sich das Land im 2. Halbjahr 2023 in einer technischen Rezession befand.
- Die Inflationsdaten spiegelten sich auch in der britischen Staatsanleihenkurve wider, die seit Jahresbeginn stärker angestiegen ist, v. a. bei Laufzeiten über zwei Jahren.

Schweiz

- Die Schweizer Kerninflation lag im Januar 2024 bei 1.2%, tiefer als vom Konsensus erwartet. Dies führte zu einem starken Rückgang der Staatsanleihenrenditen, weil die Chancen gestiegen sind, dass die SNB die Zinsen früher senken wird als erwartet.
- Der Anleihenmarkt entwickelte sich im Februar dank günstiger Inflation besser als andere Märkte.

Erwartungen von Fed-Zinssenkungen verschoben



Der Anleihenmarkt wird klar von der Inflation geprägt. 2023 begann mit Inflationsängsten, endete aber mit einer überraschend schnellen Abschwächung, was zu grossen Hoffnungen auf Zinssenkungen 2024 führte. Die FOMC-Sitzung im Januar war ein weiterer Wendepunkt. Das Fed erkannte die Hartnäckigkeit der Inflation und mahnte zur Vorsicht. Zudem sorgten starke US-Arbeitsmarktdaten im Februar für höhere Renditen von US-Treasuries, v. a. am kurzen Ende. Die Rendite zehnjähriger US-Treasuries stieg ebenfalls und lag im Februar bei über 4.3%. Die starken Wirtschaftsdaten dämpften die Erwartungen frühzeitiger Zinssenkungen durch das Fed. Während der Markt im Dezember die erste von insgesamt sechs Senkung im März 2024 erwartete, preiste er im Februar nur noch drei Schritte ein, der erste davon im Juni (siehe Grafik). Wir erwarten keine Senkung im März, bleiben bei zehnjährigen US-Treasuries neutral und erwarten tiefere Zinsen in der Eurozone. Die robusten Fundamentaldaten halfen den Finanzmärkten, optimistisch zu bleiben, was die Spreads auf US-IG-Firmenanleihen weiter verengte. Das konstruktive Umfeld dürfte im nächsten Monat anhalten, und wir sind bei IG-Spreads in den USA und der Eurozone neutral. Der Kreditmarkt scheint nicht allzu empfindlich auf den Zeitpunkt der ersten Senkung zu reagieren, solange diese eintritt und das Makroumfeld unterstützend bleibt.

Aktien

Starke US-Berichtssaison

USA

- Der US-Markt legte im Februar 4.9% und seit Jahresbeginn 6.5% zu. Die Magnificent-7-Aktien waren erneut der Haupttreiber der positiven Entwicklung (+11.4% im Februar).
- Der Markt verzeichnete diese Zunahme trotz steigender Renditen auf US-Treasuries und pessimistischerer Erwartungen an Zinssenkungen. Der Markt preist weiterhin ein «Goldilocks»-Szenario mit starker Konjunktur und deutlich tieferen Zinsen ein.
- Die US-Bewertung liegt immer noch weit über dem historischen Durchschnitt und ist viel höher als jene der übrigen Märkte. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) nahm auch dieses Jahr zu. Die Risikoprämie von Aktien ist nahe bei null.

Eurozone

- Der europäische Markt legte im Februar 3.6% und seit Jahresbeginn 5.9% zu.
- Erstaunlicherweise ist die Differenz zum US-Markt trotz einer sehr geringen Tech-Gewichtung klein. Die Berichtssaison fiel viel schwächer aus als in den USA.
- Längerfristig bleibt der europäische Markt sehr attraktiv bewertet. Die Risikoprämie von Aktien ist viel höher als in den USA.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt entwickelt sich weiter schwach. Im Februar legte er um 1.2% zu, seit Jahresbeginn 0.0%.
- Der britische Markt bleibt von allen grossen Industrieländern der am tiefsten bewertete Markt und weist die höchste Dividendenrendite aus (4.0%).

Schweiz

- Die Zunahme betrug im Februar magere 0.6%, seit Jahresbeginn 2.2%.
- Die Nestlé-Aktie brach nach der Publikation der Ergebnisse stark ein.
- Der Schweizer Aktienmarkt ist nach dem US-Markt der zweit teuerste Markt.

Schwellenländer

- Der Februar fiel mit einem Anstieg von 5.4% stark aus, wodurch der Markt seit Jahresbeginn nun 0.5% im Plus liegt.
- Haupttreiber war wie schon letztes Jahr der chinesische Markt. Nach einem Verlust von fast 8% im Januar legte der Markt von seinem Tief aus 10% zu.

Berichtssaison und Magnificent 7

Die Berichtssaison lieferte gemischte Resultate. In den USA stiegen die Gewinne im Q4 2023 (vs. Q4 2022) um 7%, in der Eurozone sanken sie um 7% (+3% unter Ausschluss von Energieaktien). In beiden Fällen übertrafen die Gewinne die Erwartungen. In den USA betrug das Umsatzwachstum 4%, in der Eurozone -2%. Japan lieferte gute Ergebnisse. Bei den Sektoren fallen zwei Entwicklungen ins Auge. Erstens gingen die Gewinne im Energiesektor in der Eurozone und in den USA um rund 30% zurück. Den grössten positiven Wachstumsbeitrag in der Eurozone leisteten Konsumgüter-Aktien. Die Gewinne im IT-Sektor sanken. Zweitens präsentierte sich in den USA ein ganz anderes Bild. IT und Kommunikationsdienste steigerten ihre Gewinne um 26% bzw. 44%. Die Magnificent 7 trieben diese Entwicklung erneut an.

Zusammenfassung der Berichtssaison Q4 2023

	Gewinnwachstum	Umsatzwachstum	Gewinnüberraschung	Umsatzüberraschung	Gewinnerwartungen übertroffen	Umsatzerwartungen übertroffen
USA	7%	1%	8%	1%	77%	57%
Eurozone	-7%	-6%	3%	-3%	58%	33%
Japan	10%	2%	1%	1%	55%	50%

Quellen: J.P. Morgan, Swiss Life Asset Managers

In den letzten Wochen wuchsen die Unternehmensgewinne der Magnificent 7 robust, was ihre gemeinsame Marktkapitalisierung auf sage und schreibe USD 12 Billionen ansteigen liess. Zur Einordnung: Die Marktkapitalisierung der Magnificent 7 übertrifft nun die des gesamten chinesischen Aktienmarkts sowie die Kapitalisierungen von Japan, Deutschland und Grossbritannien zusammen. Der Anstieg der Marktkapitalisierung von Nvidia nach dem beeindruckenden Ergebnis war grösser als die gesamte Marktkapitalisierung von Coca Cola. Derweil liegen die Unternehmensgewinne der Magnificent 7 zwischen USD 300 und 400 Milliarden. Das entspricht weniger als der Hälfte der Unternehmensgewinne chinesischer Aktien und etwa der Hälfte der Unternehmensgewinne der Aktienmärkte Japans, Grossbritanniens und Deutschlands zusammen. Die eingepreisten Gewinnerwartungen sind aussergewöhnlich hoch, was zu hohen Bewertungen führt. Das aktuelle KGV liegt bei 38, das Kurs-Umsatz-Verhältnis bei über 7.5. Anders als bei der Dot-com-Blase im Jahr 2000 sind alle Magnificent-7-Aktien profitabel und gehören zu den grössten globalen Unternehmen. Zudem haben sie im Vergleich zu anderen Firmen des S&P 500 höhere Margen.

Währungen

Geduldiges Fed und positive Daten stützen USD

USA

- Der USD legte im Februar handelsgewichtet leicht zu. Er wertete vs. CHF, JPY, CAD, AUD und NOK auf, bewegte sich aber vs. die meisten anderen Industrieländerwährungen ungefähr seitwärts.
- Im März ist unsere Sicht auf USD vs. EUR, GBP und JPY positiv, vs. CHF neutral.

Eurozone

- Der EUR wertete im Februar handelsgewichtet auf. Kommentare von EZB-Mitgliedern, die auf eine abwartende Haltung hindeuten, liessen die Erwartungen der Märkte für Zinssenkungen in diesem Jahr sinken (siehe Grafik).
- Der Markt könnte angesichts der schwachen Wirtschaftsdaten in der Eurozone und der Fortschritte bei der Inflation etwas zu vorsichtig geworden sein, was die EZB-Zinssenkungserwartungen betrifft. Daher ist unsere Sicht auf EUR vs. USD und CHF negativ.

Vereinigtes Königreich

- Der Februar war für das GBP ereignislos; das GBP bewegte sich vs. USD und EUR weitgehend seitwärts.
- Dennoch dürfte GBP/USD im März leicht sinken, was sich mit unserer Einschätzung eines insgesamt starken USD deckt.

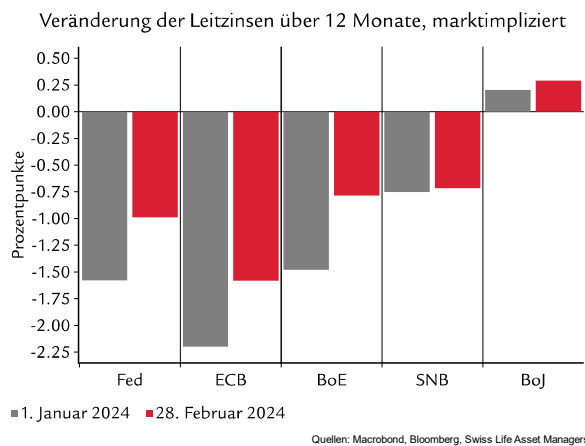
Schweiz

- Der CHF gehörte im Februar zu den Währungen, die am schlechtesten abschnitten (siehe Text rechts).
- Unsere Sicht auf EUR/CHF ist für März negativ, diejenige auf USD/CHF neutral.

Japan

- Im Februar setzte der JPY seinen seit Jahresbeginn bestehenden Abwertungstrend vs. USD fort.
- Die Geldpolitik dürfte sich 2024 nicht ausreichend normalisieren, um den JPY mit seinem grossen Carry-Nachteil attraktiv zu machen. Wir halten daher an unserer positiven Sicht auf USD/JPY fest.

Stabile Erwartungen der Märkte an die SNB und die BoJ



Neben der türkischen Lira und dem südafrikanischen Rand schnitten im Februar von den Hauptwährungen die beiden klassischen Fluchtwährungen CHF und JPY am schlechtesten ab. Beide werteten handelsgewichtet um 2% ab. Wir sehen zwei Hauptgründe dafür: Erstens herrschte im Februar eine sehr risikofreundliche Stimmung am Finanzmarkt. Die Aktien erholten sich und die Kreditspannen verengten sich, weil die Rezessionsrisiken angesichts der weiterhin robusten Wirtschaftsdaten zurückgingen. Nicht einmal die negativen Meldungen zur anhaltenden Krise bei den US-Geschäftsimmobilien sowie zu den Kriegen in der Ukraine und im Nahen Osten vermochten die Marktteilnehmer zu verunsichern. In diesem «Risk-on»-Umfeld wurden die renditeschwachen Fluchtwährungen CHF und JPY von den Devisenmärkten abgestraft. Zweitens haben sich die Markterwartungen an die Geldpolitik in der Schweiz und Japan kaum verändert. Zwar gab es bezüglich Zeitpunkt der ersten Zinssenkung durch die SNB und der ersten Zinserhöhung durch die Bank of Japan (BoJ) ein kleines Hin und Her, aber die Summe der erwarteten Zinsänderungen blieb über einen rollierenden Zwölfmonatszeitraum in etwa stabil (siehe Grafik). Anders das Fed und die EZB, bei denen die Lockerungserwartungen zurückgefahren wurden, was den Aufwertungsdruck von USD und EUR vs. JPY und CHF verstärkte. Wir rechnen damit, dass sich die Anleger im März wieder stärker auf wirtschaftliche und geopolitische Risiken konzentrieren. Dieser Stimmungsumschwung dürfte primär dem USD und dem CHF und weniger dem JPY zugutekommen, der aufgrund der tiefen Zinsen nach wie vor unter einem starken Carry-Nachteil leidet.

Asset Allocation

Gute Renditen dank starker Aktienmärkte

Rückblick

- Der Februar war für Multi-Asset-Strategien ein guter Monat, weil die absoluten Renditen robust waren.
- Diese guten Renditen waren primär den starken Aktienmärkten zu verdanken, da höhere Zinsen in den meisten Segmenten zu negativen Anleihenrenditen führten – High-Yield- und Schwellenländeranleihen waren die Ausnahmen.
- Haupttreiber waren die Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft und die starken Ergebnisse einiger Unternehmen, die eine ansonsten nicht bemerkenswerte US-Berichtssaison aufwerteten. Die Erwartungen bezüglich geldpolitischer Veränderungen spielten im Februar eine untergeordnete Rolle, weil die unerwartet starke US-Wirtschaft den Spielraum des Fed für eine Lockerung einschränkt.

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

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

Quelle: Swiss Life Asset Managers

- Aktien bleiben v. a. nach den starken Renditen im Februar und den konservativeren Gewinneinschätzungen der Firmen in der Berichtssaison teuer.
- Die realen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen stiegen weiter an und näherten sich den Hochs vom Spätsommer 2023, während sich die Kreditspannen von Unternehmensanleihen trotz zunehmenden Anzeichen von Stress in einigen Segmenten wieder verengten.
- Wir sind deshalb vorsichtig und in Firmenanleihen untergewichtet, die bei diesen Niveaus wenig Aufwärtspotenzial, aber ein grosses Abwärtsrisiko bieten.
- Die hohe Aktienbewertung würde zwar eine defensive Aktienpositionierung rechtfertigen, aber wir bleiben vorerst neutral, da das Momentum der Märkte immer noch stark ist.
- Andererseits sind die hohen Renditen von Staatsanleihen attraktiv, trotz des Risikos eines weiteren Anstiegs. Daher sind wir in dieser Anlageklasse übergewichtet.

Warten auf abflauendes Momentum am Aktienmarkt

Der bekannte Ökonom John Maynard Keynes sagte einmal: «Märkte können länger irrational bleiben, als man liquide bleiben kann.» Keynes, selbst ein aggressiver und erfolgreicher Anleger, meinte damit, dass die Märkte die Fundamentaldaten sehr lange ignorieren können, bevor sie, oft auf sehr dramatische Weise, korrigieren. Zu dieser Schlussfolgerung kam Keynes nach einem erheblichen Verlust bei einer Währungsanlage, bei der sich die Währungen entgegen der wirtschaftlichen Logik bewegten.

Wir befinden uns wohl in einer dieser Phasen: Die Bewertungen der Aktienmärkte, v. a. in den USA, sind sehr hoch und implizieren sehr optimistische Erwartungen bezüglich der Konjunktur und der Gewinne der gehandelten Unternehmen. Derweil sind die Kreditspannen trotz zunehmender Stressanzeichen in einigen Marktsegmenten nahe an den historischen Tiefs. Natürlich wird die positive Marktstimmung durch die unerwartet robuste US-Wirtschaft und die Hoffnung, dass künstliche Intelligenz die Produktivität ankurbeln könnte, gestützt. Zudem profitierten viele Firmen von den tiefen Renditen von vor zwei Jahren, um sich zu refinanzieren, und reagierten daher vorerst weniger stark auf höhere Zinsen. Schliesslich könnten die Zentralbanken in den kommenden Monaten mit Zinssenkungen beginnen.

Intuitiv ist naheliegend, das Portfolio für die Korrektur zu positionieren und abzuwarten. Doch wie Keynes erkannte, kann dies recht kostspielig sein, vor allem wenn die Märkte ein starkes Momentum aufweisen.

Wir halten Aktien und Firmenanleihen aktuell zwar im Mittel für recht teuer, aber wissen auch, dass die Aktienmärkte ein gutes Momentum haben, das primär durch technologische Fortschritte (KI) und die erwarteten geldpolitischen Veränderungen befeuert wird. Daher schwimmen wir im Moment mit dem Strom, behalten eine neutrale Allokation in Aktien und konzentrieren uns auf den Abbau unseres Exposure in Firmenanleihen, die aufgrund der sehr geringen Spreads wenig Aufwärtspotenzial bieten.

Swiss Life Asset Managers



Thomas Rauh
Portfolio Manager Fixed Income
thomas.rauh@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 Swiss Life Asset Management 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 oder verwendet worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Haftung 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, 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 St, London W1T 3PT.

Schweiz: Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.