

Bericht über das 2. Quartal 2025

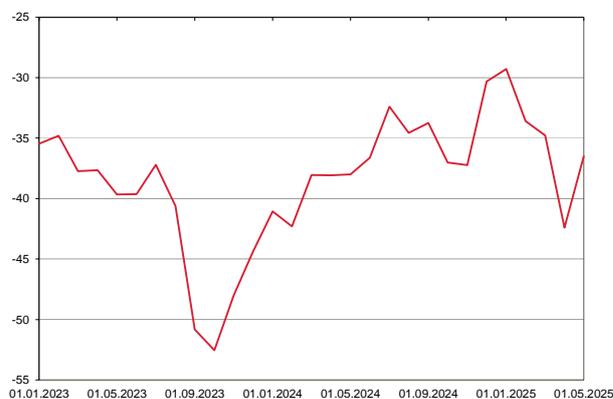
Wirtschaftliches Umfeld

Die jüngsten US-Aktivitätszahlen zeigen die erwartete Abschwächung, nachdem Haushalte und Firmen Käufe von Importgütern wegen den Zöllen vorgezogen haben. Detailhandelsumsätze und Industrieproduktion gingen im Mai zurück, wobei besonders die Autoverkäufe einen Einbruch erfuhren. Weil allerdings die US-Importe deutlich sinken, fällt das BIP-Wachstum im zweiten Quartal noch respektabel aus. Der Echtzeitschätzer «GDPNow» der Atlanta Fed rechnet gar mit einem BIP-Wachstum von 3,4% auf annualisierter Basis. Der Handelskrieg kann als deutlich höheres Risiko für die US-Wirtschaft eingeschätzt werden als eine mögliche Eskalation des Nahostkonflikts, da die USA weitgehend energieunabhängig sind. In der Eurozone ist das Wachstum des BIP für das erste Quartal 2025 erneut nach oben korrigiert worden (von 0,3% auf 0,6% im Vergleich zum Vorquartal). Die Zahlen überschätzen aber die zugrunde liegende Dynamik, da Irland und vorgezogene Exporte die Statistik nach wie vor verzerren. Deutschland setzt den seit Jahresbeginn erkennbaren Erholungspfad fort. Trotz geopolitischer Spannungen, anhaltender Unsicherheit im Welthandel und eines temporären Rückschlags im Mai verdichten sich die Anzeichen einer wirtschaftlichen Belebung. Stimmungsindikatoren wie die ifo-, ZEW- und PMI-Umfragen zeigen eine moderate, aber breit abgestützte Verbesserung. Die Firmen bewerten besonders die aktuelle Geschäftslage positiver, und der Einkaufsmanagerindex (PMI) liegt für die Gesamtwirtschaft wieder über der Wachstumsschwelle. Frankreich hinkt gemäss vorläufigen Zahlen hinterher, was die Erholung der Werte des Einkaufsmanagerindex für die Industrie im Juni betrifft. Eine Entspannung im Handelsstreit mit den USA entlastet Frankreichs Wirtschaft weniger, da seine Exportabhängigkeit geringer ist als beispielsweise jene Deutschlands. Ein Blick auf den im Juni rückläufigen Einkaufsmanagerindex für die Dienstleister zeigt, dass die hausgemachte Verunsicherung seit der Auflösung des Parlaments im vergangenen Jahr unverändert hoch bleibt. Wichtige Ausnahmen stellen die Bauwirtschaft und der Tourismus dar. In der Schweiz

ist das zweite Quartal geprägt von der US-Zollpolitik und einem zwischenzeitlichen Rückgang der Konsumentenstimmung. Die Exportwirtschaft – und insbesondere die Pharmaindustrie – war in der Lage, Produktion und Auslieferung ihrer Güter im ersten Quartal deutlich hochzufahren. Entsprechend befinden sich die Exportzahlen auf einer Achterbahnfahrt: Bis und mit Mai sind die Exporte deutlich gesunken. Der Effekt dieser Schwankungen dürfte nicht so stark sein, dass das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zweiten Quartal stagniert. Im April sank das britische BIP um 0,3 % – wegen schwacher Dienstleistungen, Industrie und Sondereffekten wie höheren Abgaben und US-Zöllen. Lohn- und Stellenwachstum gingen zurück, was der PMI im Juni bestätigte. Die chinesische Wirtschaft steht vor mehreren Herausforderungen – nicht nur durch den Handelskonflikt mit den USA, sondern auch durch deflationären Druck infolge schwacher Konsumstimmung, ausgelöst durch die Immobilienkrise. Dennoch zeigt sich das Land widerstandsfähig: Einen Exporteinbruch konnte es bislang vermeiden, da es seine Handelspartner erfolgreich diversifiziert hat. Im Mai verzeichnete China ein Exportwachstum von 4,8% gegenüber dem Vorjahr, obwohl die Exporte in die USA infolge der bis Mitte Mai geltenden Handelszölle von 145% um über 30% eingebrochen sind.

Schweiz: Index der Konsumentenstimmung

(Quelle: SECO)



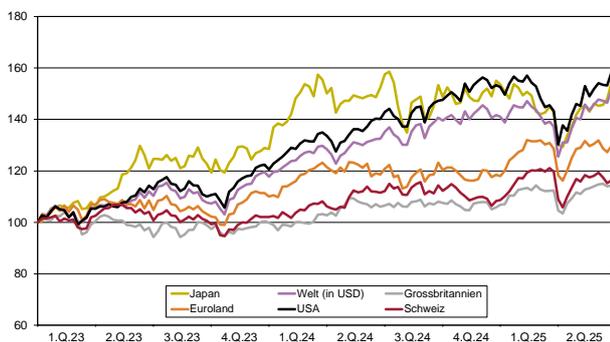
Entwicklung der Finanzmärkte

Aktien

Nach einem starken Mai legten US-Aktien leicht zu. Im Juni schlug der US-Markt die europäischen Märkte klar. Die Underperformance der USA seit Jahresbeginn liegt bei über 8%. Eurozone-Aktien erzielten im Juni eine Underperformance. Besonders Deutschland und Frankreich verloren an Boden. Der Bewertungsabschlag vs. die USA bleibt sehr hoch. Der britische Markt entwickelte sich über der Eurozone, blieb aber hinter dem US-Markt zurück. Er bleibt tief bewertet. Im Schweizer Markt hielt die Underperformance im Juni an. In den letzten zwei Monaten entwickelte er sich um über 8% unter dem US-Markt. Die Differenz nahm im Juni zu.

Aktienmärkte*	31.12.24	30.06.25	YTD	Q2
Schweiz (SPI)	15 472	16 535	6,9%	-1,6%
USA (S&P 500)	5 882	6 205	5,5%	10,6%
Euroland (MSCI)	1 571	1 715	9,2%	2,0%
GB (FTSE 100)	8 173	8 761	7,2%	2,1%
Japan (Nikkei 225)	39 895	40 487	1,5%	13,7%
Welt (MSCI in USD)	3 708	4 026	8,6%	11,0%

* in Lokalwährung



Zinsen

Im Juni verengten sich die US-Kreditspannen, da die «Risk-on»-Stimmung der Anleger und die Märkte nach den Zollankündigungen sich erholten. Die Renditen sanken entlang der ganzen Kurve. EUR-Kreditspannen verengten sich dank technischer Unterstützung (ausser bei CCC). Die Renditen zweijähriger Staatsanleihen stiegen stärker als diejenigen zehnjähriger Papiere. Wie erwartet senkte die EZB ihren Leitzins im Juni um 25 BP. In Grossbritannien fielen Investment-Grade-Spreads (IG) von den April Höchstständen, die Renditen stiegen. Angesichts der Erwartung höherer Inflation für 2025 dürfte die Bank of England ihren Leitzins ab August dreimal senken. In der Schweiz blieben IG-Spreads im Juni stabil, aber die Renditen stiegen entlang der Zinskurve. Die Steilheit der 2-10- Jahres-Kurve blieb weitgehend unverändert.

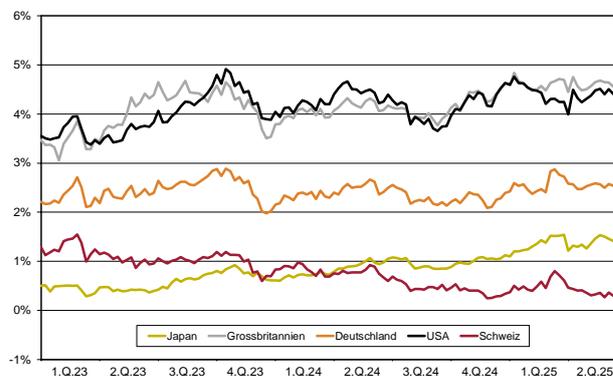
Geldmärkte

3 Monats-Liborsätze

Kapitalmärkte

10-jährige Staatsanleihen

	31.12.24	30.06.25	31.12.24	30.06.25
Schweiz	0,37%	-0,06%	0,33%	0,44%
USA	4,40%	4,29%	4,57%	4,23%
Deutschland	2,71%	1,94%	2,64%	2,61%
Grossbritannien	4,60%	4,10%	4,57%	4,49%
Japan	0,62%	0,77%	1,09%	1,43%

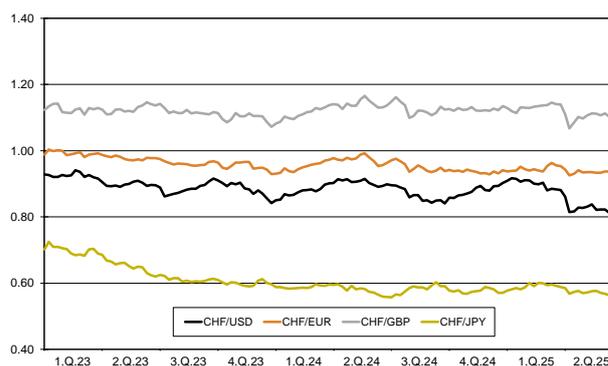


Rendite 10-jährige Staatsanleihen

Währungen

Die USD-Schwäche hielt im Juni an: Der USD wertete vs. alle Hauptwährungen ausser dem JPY ab. Der USD dient als Druckventil in der US-Vertrauenskrise. Das Ende der 90-tägigen Zollpause am 9. Juli wird die Volatilität wohl weiter steigern. Die USD-Schwäche dürfte bleiben. Die EUR-Stärke kehrte im Juni zurück: EUR/USD legte auf über 1.17 zu. Im Juni wertete das GBP vs. USD auf, verlor aber vs. EUR. Die Bank of England pausierte im Juni wie erwartet ihren Zinssenkungszyklus, weil der Inflationsdruck im Vergleich zur Eurozone höher bleibt. Der CHF blieb vs. EUR im Juni fast unverändert, USD/CHF fiel temporär unter 0.80. Wir bleiben bei EUR/CHF trotz der für September erwarteten Negativzinsen der SNB neutral.

Devisenmärkte	31.12.24	30.06.25	YTD	Q2
CHF/USD	0.91	0.80	-12,2%	-10,0%
CHF/EUR	0.94	0.93	-0,4%	-2,2%
CHF/GBP	1.13	1.09	-3,9%	-4,5%
CHF/JPY	0.58	0.55	-4,4%	-6,9%



Performance und Anlagepolitik der Anlagegruppen

Performance	Q2	YTD	2024	Anlagepolitik	Auswirkung auf die Relative Performance
Obligationen CHF					
Obligationen CHF Inland	0,8%	-0,8%	5,6%	• Titelselektion	→ positiv
SBI Domestic AAA - BBB TR	0,8%	-0,8%	5,5%	• Kreditrisikoübergewichtung	→ negativ
Obligationen CHF Ausland	0,8%	0,5%	4,8%	• Marktgewichtung & Einzeltitelauswahl	→ positiv
SBI Foreign AAA - BBB TR	0,8%	0,4%	4,9%	• Allokationseffekte und Handelsergebnis	→ negativ
Obligationen Global (CHF hedged)					
Obl. Global Aggregate (CHF hedged)	0,2%	0,1%	-2,2%	• Untergewicht von Staatsanleihen	→ positiv
Bloom. Gl. Agg. ex SEC ex CNY hed. CHF	0,4%	0,6%	-1,8%	• lange Duration in USD	→ negativ
Obl. Global Staaten+ (CHF hedged)	0,3%	-0,1%	-2,0%	• Durationspositionierung USD / GBP	→ positiv
Bloomberg Global Aggregate Treasuries ex CH (CHF hedged)	0,3%	0,1%	-1,4%	• Kurze Duration kleinere Währungsräume	→ negativ
Obl. Global Unternehmen Short Term (CHF hedged)	0,4%	0,9%	1,3%	• Übergewicht EUR SAA / CAD Provinzen	→ positiv
Bloomberg Global Aggregate Corporates 1-3 Jahre TR (CHF hedged)	0,5%	1,0%	1,4%	• Titelselektion	→ positiv
Obl. Global Unternehmen (CHF hedged)	0,5%	1,2%	-0,4%	• Steuerung Kreditmarktsegmente	→ negativ
Bloomberg Global Aggregate Corporates TR (CHF hedged)	0,9%	1,6%	-0,8%	• Übergewicht Kreditrisiko	→ positiv
Obl. EMMA Short Term (CHF hedged)	0,5%	1,6%	1,0%	• Titelselektion	→ positiv
Obl. EMMA Unternehmen (CHF hedged)	0,4%	1,8%	-0,2%	• Durationspositionierung EUR / USD	→ negativ
JP Morgan CEMBI Broad	0,5%	2,0%	0,6%	• Timing Kreditrisikoübergewicht	→ negativ
Diversified IG Index (CHF Hedged)				• ÜG Duration und Zinskurvenpositionierung	→ positiv
				• Grössere "Carry"	→ positiv
				• Übergewicht Kreditrisiko	→ negativ
				• Länderallokation und Kreditselektion	→ positiv
				• Duration	→ neutral
				• Übergewicht Kreditrisiko und pricing	→ negativ
Immobilien Schweiz					
Immobilien Schweiz ESG	0,8%	3,2%	4,0%	Die Anlagepolitik wird im Rahmen des Jahresberichtes per 30.09. kommentiert	
Immo. Schweiz Alter und Gesundheit ESG	0,8%	2,7%	4,0%		
Geschäftsimmobilien Schweiz ESG	0,7%	1,5%	3,8%		
KGAST Immo-Index	1,0%	2,0%	3,8%		
Immobilienfonds Schweiz Indexiert	1,2%	3,1%	14,9%	• Titelgewichtungen	→ neutral
SXI Real Estate® Funds Broad TR	1,2%	3,2%	15,9%		
Aktien Schweiz					
Aktien Schweiz	-1,9%	6,3%	5,6%	Der Core-Teil des Portfolios mit rund 80% wird indexiert verwaltet. Der Satellite-Teil des Portfolios von rund 20% wird aktiv im Bereich Small und Mid Cap investiert.	
Swiss Performance Index	-1,6%	6,9%	6,2%		
Aktien Schweiz Large Caps Indexiert	-3,7%	5,8%	6,4%		
Swiss Performance Index 20	-3,7%	5,9%	6,8%		
Aktien Schweiz Small & Mid Caps	6,0%	8,9%	3,2%	• ÜG Belimo, Implenla, Inficon und Ypsomed	→ positiv
Swiss Performance Index Extra	7,2%	10,5%	3,8%	• ÜG Temenos, Barry Callebaut und SGS	→ negativ
Aktien Schweiz Protect Flex	-2,1%	5,2%	4,7%	• Keine ÜG/UG	→ neutral
ÜG = Übergewicht / UG = Untergewicht					
Aktien Global					
Aktien Global ex Schweiz ESG	1,5%	-4,6%	23,1%	Der Core-Teil des Portfolios mit rund 80% wird indexiert verwaltet. Der Satellite-Teil des Portfolios von rund 20% wird aktiv im Bereich Small Cap und Emerging Markets investiert.	
Customized Benchmark	1,5%	-4,6%	24,5%		
Aktien Global Small Caps	1,9%	-5,0%	15,5%	• Selektion USA	→ positiv
MSCI AC World Small Cap, in CHF	1,1%	-5,2%	15,9%	• Selektion China und Kanada	→ negativ
				• Selektion Industrie, IT und Gesundheitswesen	→ positiv
				• Selektion Bau- und Werkstoffe	→ negativ
Aktien Emerging Markets ESG	1,3%	3,2%	12,3%	• UG Saudiarabien und China	→ positiv
MSCI Emerging Markets, in CHF	0,8%	1,2%	15,8%	• Selektion in Indonesien, Taiwan und China	→ negativ
				• ÜG Korea, Griechenland und Vietnam	→ positiv
Aktien Global Protect Flex (CHF hedged)	6,9%	4,3%	13,5%	• Keine ÜG/UG	→ neutral
ÜG = Übergewicht / UG = Untergewicht					
Gemischte Anlagegruppen					
BVG-Mix 15	0,2%	0,6%	3,7%	• Übergewicht Aktien	→ negativ
Customized Benchmark	0,5%	0,8%	4,0%	• Selektion Unternehmensanleihen	→ negativ
BVG-Mix 25	0,4%	0,8%	5,0%	• Selektionen Obligationen CHF	→ positiv
Customized Benchmark	0,7%	1,1%	5,5%	• Selektion Alternative Anlagen	→ negativ
BVG-Mix 35	0,4%	0,9%	6,1%	• Übergewicht Schweizer Immobilien	→ positiv
Customized Benchmark	0,8%	1,3%	6,7%		
BVG-Mix 45	0,5%	1,2%	7,2%		
Customized Benchmark	0,9%	1,5%	7,9%		
BVG-Mix 75	0,6%	1,6%	10,6%		
Customized Benchmark	1,1%	2,1%	11,6%		

Ausblick

Das geopolitische Umfeld bleibt unberechenbar und stellt weiterhin das grösste makroökonomische Risiko dar. Unklar ist, wie sich der Handelskonflikt weiterentwickeln wird. Der Zollaufschub endet für alle Länder am 9. Juli – ausser China. Wir gehen davon aus, dass es einen Mix aus erneutem Aufschub (für Länder, bei denen ein Handelsabkommen realistisch erscheint) und höheren Zöllen geben wird. Wir rechnen nicht damit, dass die Nervosität an den Märkten wieder Niveaus wie nach dem «Liberation Day» vom 2. April erreicht. Für China endet die Zollpause im US-Handelskonflikt am 12. August. Die Verhandlungen dürften schwierig werden, da China ohne Gegenleistungen kaum zu Zugeständnissen bereit sein wird. In der Eurozone gilt die Inlandsnachfrage als wichtigster Wachstumstreiber für den Rest des Jahres. Das Reallohnwachstum in den vier grossen Eurozonenländern bleibt positiv. Die Haushaltssparquote ist hoch, und das tiefere Zinsumfeld sollte zusätzlichen Schub geben. Für die Schweiz ist 2025 insbesondere vom Konsum der Haushalte ein erheblicher Beitrag zum BIP-Wachstum zu erwarten. Zwei militärische Konflikte prägen zudem die Wirtschaftslage. Im Ukrainekrieg ist kein Ende in Sicht – vor allem deshalb, weil weder die USA noch die EU ausreichend Druck auf Russland ausüben. Und die Lage im Nahen Osten, mit den Auseinandersetzungen zwischen Israel und Iran, sorgt für Unsicherheit.

Deutschland: Erwartete durchschnittliche Inflationsrate über 10 Jahre

(Quelle: Macrobond)



Impressum

Verfasser: Swiss Life Asset Management AG
 Herausgeber: Anlagestiftung Swiss Life
 Postfach, 8022 Zürich
 Telefon 043 547 71 11
 anlagestiftung@swisslife-am.com
 www.swisslife.ch/anlagestiftung

Dieser Quartalsbericht wurde mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Wir bieten jedoch keine Gewähr hinsichtlich dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnen jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Dieses Dokument enthält „zukunftsgerichtete Aussagen“, welche unsere Einschätzung und unsere Erwartungen zu einem bestimmten Zeitpunkt ausdrücken. Dabei können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere Einflussfaktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Historische Renditeangaben stellen keinen Indikator für die laufende und zukünftige Entwicklung dar. Der Kreis der Anleger der Anlagestiftung ist auf Einrichtungen der 2. Säule und der Säule 3a sowie sonstige steuerbefreite Einrichtungen mit Sitz in der Schweiz, die ihrem Zweck nach der beruflichen Vorsorge dienen, beschränkt.

Zürich, im Juli 2025

Trends an den Finanzmärkten

Erwartungen von Swiss Life Asset Managers für die nächsten drei Monate

↑ Anstieg ↓ Rückgang → Stabil
 ▲ positive Veränderung gegenüber letzter Einschätzung
 ▼ negative Veränderung gegenüber letzter Einschätzung
 = keine Veränderung gegenüber letzter Einschätzung

	Aktien		Zinsen (10 Jahre)	
	Trend	Veränderung	Trend	Veränderung
Schweiz	↑	=	↓	▼
USA	↑	=	↓	=
Deutschland	↑	=	↓	▼
Grossbritannien	↑	=	↓	▼
Japan	↑	=	↓	▼

Währungen	Trend	Veränderung
CHF/USD	→	▼
CHF/EUR	→	▲
CHF/GBP	→	=
CHF/JPY	→	=

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

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

Duration bei Obligationen

kurz: -
 neutral: GBP, JPY
 lang: USD, EUR, CHF