

Juli 2025

Zinsen und Anleihen

Enge Kreditspannen trotz erhöhter Risiken

Übersicht Anleiherenditen und Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Juni 2025*	Year-to-date*	Aktuell	Juni 2025*	Year-to-date*
US	4.2%	-16 BP	-33 BP	86 BP	-2 BP	6 BP
Eurozone	2.6%	7 BP	20 BP	94 BP	-6 BP	-8 BP
UK	4.5%	-17 BP	-9 BP	101 BP	-9 BP	5 BP
CH	0.4%	14 BP	11 BP	73 BP	-4 BP	4 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE, BP = Basispunkte.
* Entwicklung bis 26. Juni. Quelle: Bloomberg

USA

- Im Juni verengten sich die US-Kreditspannen, da die «Risk-on»-Stimmung der Anleger und sich die Märkte nach den Zollankündigungen weiter erholten. Die Renditen sanken entlang der ganzen Kurve.
- Wir erwarten für das zweite Halbjahr drei Zinssenkungen durch das Fed, wodurch die Untergrenze bis Jahresende bei 3.50% liegen dürfte.

Eurozone

- 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. Wir erwarten nun für 2025 nur noch eine weitere Senkung. Der Zinssenkungszyklus dürfte somit bei expansiven 1.75% die Talsohle erreichen.

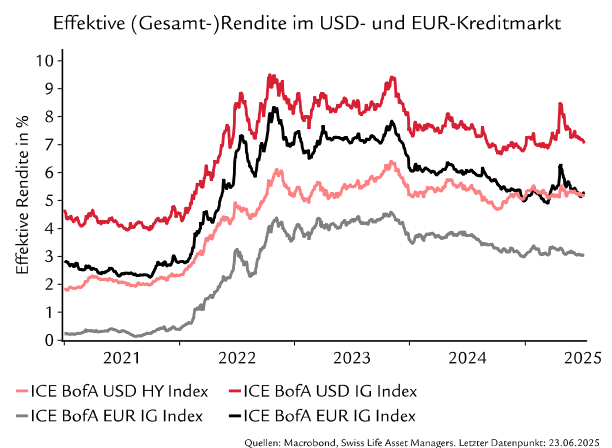
Vereinigtes Königreich

- Investment-Grade-Spreads (IG) fielen von den April-Höchstständen, während die Renditen stiegen.
- Angesichts der Erwartung höherer Inflation und Arbeitslosenquote für 2025 dürfte die Bank of England ihren Leitzins 2025 ab August dreimal senken.

Schweiz

- IG-Spreads blieben im Juni stabil, aber die Renditen stiegen entlang der Zinskurve. Die Steilheit der 2-10-Jahres-Kurve blieb weitgehend unverändert.
- Angesichts der tiefen Inflationsrate und zur Vermeidung einer weiteren CHF-Aufwertung erwarten wir im September eine weitere Senkung um 25 BP.

Enge Spreads, aber eine vernünftige Gesamtrendite



Die Kreditspannen verengten sich im Juni wegen weniger negativer Zollmeldungen, einer stabilen (doch erhöhten) US-Rezessionswahrscheinlichkeit, attraktiver Gesamtrenditen und guten Nachfrage nach Firmenanleihen erneut. Daher bewegen sich optionsbereinigte Spreads (OAS vs. Staatsanleihen) in historisch tiefen Perzentilen, v. a. USD-Papiere, die daher hoch bewertet bleiben. Wie die Grafik oben zeigt, sind die Gesamtrenditen (in Lokalwährung) für Kreditanlageklassen jedoch ca. 300 BP höher als Mitte 2021 vor den Zinserhöhungen und auch über dem Mittel der letzten zehn Jahre. Bei den Perzentilen (basierend auf Daten seit März 1999) werden die Gesamtrenditen für High Yield (HY) und EUR IG im vernünftigen Bereich von 35 bis 40%, bei USD IG im 60%-Bereich gehandelt. Angesichts der Unsicherheit durch die US-Wirtschaftspolitik, die erhöhten Risiken bezüglich des Wirtschaftsausblicks und der (Geo-)Politik sowie der hohen Bewertungen bleibt das Risiko einer Spread-Ausweitung hoch. Wegen ihrer höheren Kreditqualität dürften die fundamentale Widerstandsfähigkeit und die Volatilität der Spreads bei IG-Anleihen verglichen mit tiefer bewerteten HY-Anleihen geringer bleiben. Daher erwarten wir im HY-Bereich weiterhin weitere Spreads und bei IG-Spreads in EUR und USD ist unsere Sicht für Juli neutral. Bei der Duration nächsten Monat erwarten wir tiefere Zinsen in den USA, der Eurozone und der Schweiz.

Aktien

Keine Entgleisung der Märkte durch Kriege

Übersicht Aktienmarktperformance

	Juni 2025*	Year-to-date*
USA	4.0%	5.0%
Eurozone	-1.8%	11.6%
Vereinigtes Königreich	-0.5%	8.7%
Schweiz	-2.6%	4.8%
Schwellenländer	6.3%	15.6%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.
* Entwicklung bis 26. Juni. Quelle: Bloomberg

USA

- Nach einem besonders starken Mai legten US-Aktien leicht zu. Der Iran-Krieg und die steigenden Ölpreise beeinflussten die Performance nur leicht.
- Der US-Markt schlug die europäischen Märkte im Juni klar. Doch die Underperformance der USA seit Jahresbeginn liegt weiterhin bei über 8%.
- Mit der starken Erholung ist der US-Markt wieder recht teuer geworden. Einzig Small Caps werden in der normalen Bewertungsspanne gehandelt.

Eurozone

- Eurozone-Aktien erzielten im Juni eine Underperformance. Besonders Deutschland und Frankreich verloren an Boden und liessen den Markt sinken.
- Bei den Stilen waren Value und Momentum dieses Jahr sehr gut, Small Caps schlugen Large Caps.
- Die Bewertung des europäischen Markts ist gestiegen und liegt über dem historischen Mittel. Der Bewertungsabschlag vs. die USA bleibt aber sehr hoch.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt entwickelte sich über der Eurozone, blieb aber hinter dem US-Markt zurück.
- Er bleibt tief bewertet.

Schweiz

- Im Schweizer Markt hielt die Underperformance im Juni an. In den letzten zwei Monaten entwickelte er sich um über 8% unter dem US-Markt.
- Wie in der Eurozone schlugen sich Small Caps besser als Large Caps. Die Differenz nahm im Juni zu.
- Die Bewertung liegt weiterhin im fairen Bereich, aber höher als bei anderen Nicht-US-Märkten.

Schwellenländer

- Hier wurde im Juni eine Outperformance erzielt, Korea und Brasilien legten am meisten zu.
- Die Bewertungen bleiben fair und liegen deutlich unter denen in Industrieländern.

Update zur Jahresmitte

Unser Jahresausblick im Januar prognostizierte eine Gesamttrendite von 5 - 10% für globale Aktien. Der breiteste Index MSCI All Country World legte bisher in Lokalwährung um 5.5% zu und liegt knapp über der Untergrenze der Prognose. Im ersten Halbjahr gab es grosse Ereignisse wie die Einführung von DeepSeek, die Zölle zum «Liberation Day» und jüngst den Iran-Krieg. Angesichts dessen sowie der hohen Anfangsbewertung und der starken Performance der letzten zwei Jahre ist das Ergebnis solide. Ein grosser Unterschied zu den Vorjahren ist, dass europäische und Schwellenländeraktien den US-Markt dieses Jahr übertrafen.

Ereignis	Zeit bis Talsohle*	Zeit für Erholung*	Selloff (%)	Aktienmarktrendite vom Tiefpunkt (%)			
				1M	3M	6M	12M
Kubakrise	7	9	-6.6	15.0	22.7	30.0	36.5
Vietnamkrieg (1964)	15	36	-3.2	1.7	4.8	7.3	29.3
Sechstagekrieg	20	40	-6.5	3.3	6.5	7.7	13.0
Arabisches Ölembargo	27	1475	-17.1	7.3	5.6	-2.0	-28.2
Erster Golfkrieg	50	87	-15.9	6.2	6.7	27.8	29.1
9/11	6	15	-11.6	11.1	18.5	19.4	-12.5
Irak-Krieg (2003)	7	16	-5.3	8.0	15.8	20.0	32.8
Russland/Ukraine 2014	6	13	-2.0	-0.6	5.2	7.8	11.5
Russland/Ukraine 2022	20	16	-9.1	7.6	-1.3	-3.9	-4.3
Israel-Hamas-Krieg	13	8	-5.9	10.5	18.8	23.9	42.4
Median	14	16	-6.6	7.5	6.6	13.6	21.1

*in Handelstagen. Quelle: Deutsche Bank, Swiss Life Asset Managers

Was sind die Aussichten für das zweite Halbjahr und wie wirken sich die jüngsten Ereignisse aus? Kriege haben die Aktienmärkte historisch gesehen selten nachhaltig beeinträchtigt und die Renditen waren danach meist positiv. Wir glauben, dass sich dieses historische Muster auch dieses Mal zeigen wird. Positiv für die Aktienmärkte sind mögliche weitere Leitzinssenkungen, weniger negative Zollschlagzeilen, vernünftiges Gewinnwachstum und Gewinnkorrekturen, die nicht auf grosse Probleme hindeuten. Die Bewertung von Nicht-US-Aktien ist gestiegen, bleibt aber im Fair-Value-Bereich. Negativ sind die hohen US-Bewertungen, der Iran-Krieg und die Ungewissheit bezüglich Zöllen und der US-Politik. Kurzfristig besteht wegen der nahenden Zollfristen ein Korrekturrisiko, aber bis Jahresende sehen wir weiteres Aufwärtspotenzial für globale Aktien. Daher halten wir an unserer Einschätzung einer Gesamttrendite von 5 bis 10% für globale Aktien fest. Wir würden diese Zahl nach unten revidieren, würde es zu einem umfassenderen Nahostkrieg mit einem schweren Unterbruch der Ölversorgung kommen. Aktuell halten wir Anlagestile wie Minimum Volatility, High Dividend oder Absicherung für sehr interessant.

Währungen

USD: Ein Unglück kommt selten allein

Übersicht Hauptwährungen

	Juni 2025*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	3.1%	13.0%	↗
EUR/CHF	0.3%	-0.4%	→
GBP/USD	2.0%	9.7%	↗
USD/JPY	0.3%	-8.1%	↘

* Entwicklung bis 26. Juni. Quelle: Bloomberg

USA

- Die USD-Schwäche hielt im Juni an: Der USD wertete vs. alle Hauptwährungen ausser dem JPY ab.
- Der USD dient weiterhin als Druckventil in der US-Vertrauenskrise. Das Ende der 90-tägigen Zollpause am 9. Juli bringt die Handelsunsicherheit wieder zurück und wird die Volatilität wohl weiter steigern. Die USD-Schwäche dürfte daher in den nächsten drei Monaten anhalten.

Eurozone

- Die EUR-Stärke kehrte im Juni zurück: EUR/USD legte auf über 1.17 zu.
- Wir erwarten derzeit eine Fed-Zinssenkung mehr als der Markt und unsere Erwartung an die EZB deckt sich mit der Markteinpreisung, was unsere Einschätzung eines höheren EUR/USD über die nächsten drei Monate untermauert.

Vereinigtes Königreich

- 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.
- Unsere Sicht auf EUR/GBP bleibt neutral, aber das GBP dürfte vs. USD im dritten Quartal aufwerten.

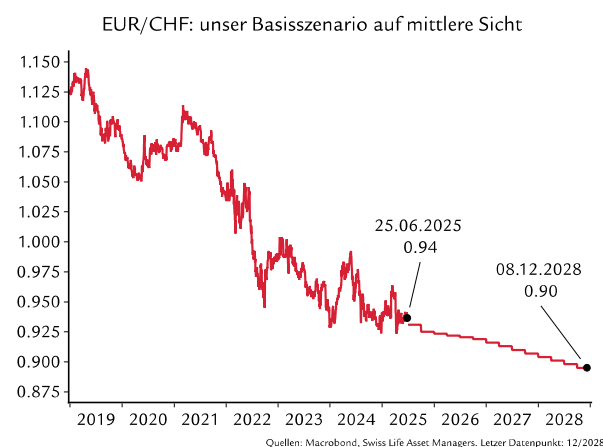
Schweiz

- 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.

Japan

- Die JPY-Schwäche hielt im Juni an, der JPY verlor handelsgewichtet 1.6%.
- Im Einklang mit unserer prognostizierten USD-Schwäche stehen wir auch USD/JPY in den nächsten drei Monaten negativ gegenüber.

Blick in die Zukunft: CHF-Aufwertung hält an



Die Eigenschaften des CHF als «sicherer Hafen» bleiben intakt. Der CHF wertete vs. USD im Juni weiter auf, USD/CHF fiel zum ersten Mal unter 0.80. Die SNB dürfte zwar weiter proaktiv handeln und die rasche CHF-Aufwertung durch Negativzinsen und bei Bedarf Deviseninterventionen begrenzen, aber der CHF dürfte in den nächsten drei Jahren weiter aufwerten. In unserer jährlichen Mittelfristplanung formulieren wir die wahrscheinlichsten Szenarien für die nächsten drei Jahre. Bei den Devisenmärkten ist eine Grundannahme, dass die Kaufkraftparität (KKP) eine wichtige Rolle für den Wechselkurspfad spielt. Die KKP beruht auf der Idee, dass ein Warenkorb in jedem Land etwa gleich teuer sein sollte, wenn die Preise in dieselbe Währung umgerechnet werden. Der Wechselkurs, an dem diese Parität gilt, ist der «Fair Value». Da wir erwarten, dass die strukturelle Differenz zwischen tieferer Inflation in der Schweiz und höherer Inflation im Euroraum bestehen bleibt, dürfte der Fair Value von EUR/CHF jedes Jahr um rund 1% sinken. Daher dürfte unser erwarteter EUR/CHF-Pfad (siehe Grafik) und die erwartete CHF-Aufwertung vs. andere Währungen den realen handelsgewichteten CHF stabil halten. Die USD-Schwäche dürfte zumindest für die nächsten zwölf Monate anhalten. Bei EUR/USD prognostizieren wir für Mitte 2026 einen Peak von 1.25, da die kurzfristigen Realzinsdifferenzen negativ werden dürften, bevor EUR/USD bis Ende 2028 wieder auf 1.19 sinkt.

Asset Allocation

US-Märkte erholen sich trotz USD-Schwäche

Rückblick

- Die Aktienmärkte erholten sich im Juni weiter und wurden nur kurzzeitig vom Iran-Konflikt gebeutelt. Die Schwellenländer legten zu, gefolgt von den USA, Europa hinkte hinterher.
- Globale Staatsanleiherenditen waren im Juni stabil trotz sinkender US-Renditen wegen steigender Zins-senkungserwartungen und die Schweizer Renditen stiegen nach der überraschend restriktiven Kommunikation der SNB im Juni an.
- Die Kreditspannen verengten sich Anfang Juni und blieben danach tief und stabil.
- Der USD schwächte sich weiter ab und erholte sich nur kurz während des Iran-Intermezzos.

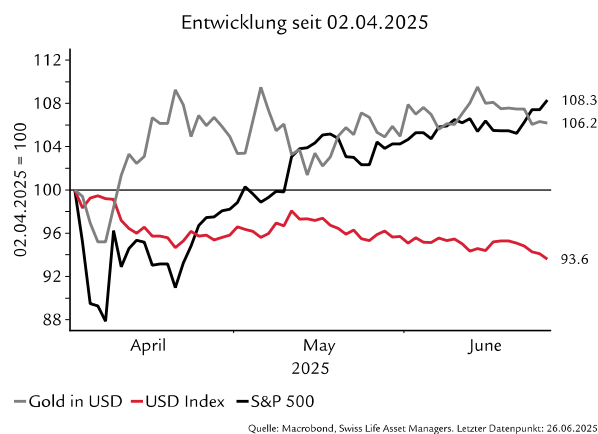
Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

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

- Unsere Asset Allocation bleibt unverändert, da sich die Fundamentaldaten und die Marktindikatoren seit letztem Monat kaum verändert haben.
- Die Aktienmärkte könnten sich zwar weiter erholen, aber unser Optimismus wird nicht nur durch geopolitische Risiken gedämpft, sondern auch durch Handelskriegsrisiken: Die Zollfrist vom 9. Juli rückt rasch näher und die politischen Spannungen in den USA bleiben hoch. Mit der aktuellen Ruhe könnte es also rasch vorbei sein.
- Die US-Renditen dürften sinken, wenn auch mit grosser Volatilität. US-Treasuries dürften daher bei einer starken Marktkorrektur wie im Juni weiterhin etwas Schutz bieten. Dagegen ist das Potenzial für tiefere EUR-Renditen beschränkt.
- Die Kreditspannen bleiben sehr eng und bieten nur begrenzten Mehrwert.
- Der USD bleibt schwach, was signalisiert, dass trotz der grossen Zinsdifferenz vs. den EUR und v. a. den CHF eine höhere Währungsabsicherung angebracht ist.

Wo ist das Risiko?



Die jüngste verhaltene Marktreaktion auf mehrere beunruhigende wirtschaftliche und geopolitische Ereignisse scheint im Widerspruch zur aktuellen globalen Situation zu stehen. Der steigende Goldpreis, der schwächelnde USD und der volatile Rückgang der US-Renditen reflektieren zwar teilweise die wachsende Unsicherheit, aber Kreditspannen und Aktienbewertungen preisen die grossen Risiken des Handelskriegs, der geopolitischen Instabilität und der strukturellen Probleme wie des demografischen Wandels in den Industrieländern nicht angemessen ein. In den letzten Jahren wurden die Bedenken über hohe Bewertungen an den meisten Finanzmärkten durch eine äusserst expansive globale Geldpolitik und später durch ein überraschend robustes Wirtschaftswachstum, v. a. in den USA, ausgeräumt. Diese unterstützenden Faktoren sind verschwunden oder viel schwächer. Derweil sorgt der globale Trend zu weniger Freihandel und immer unhaltbareren Staatsdefiziten für zunehmenden wirtschaftlichen Gegenwind. Die meisten Finanzmärkte scheinen stark optimistisch zu sein, dass technologische Fortschritte (z. B. in der KI) und eine unterstützendere Geldpolitik diese Probleme lösen werden. Eine rationale Einschätzung beider Faktoren lässt aber vermuten, dass solche Hoffnungen kurzfristig zu optimistisch sind. Daher unser Fazit: Heute ist es wichtiger denn je, sich auf Risikomanagement zu fokussieren und einen taktischen Anlageansatz zu verfolgen. Dies bedingt eine breitere Portfoliodiversifikation als üblich und v. a. die Bereitschaft, das Risikoexposure kurzfristig dynamisch an einschlägige Entwicklungen anzupassen. Daher ist unsere aktuelle, leicht defensive Asset Allocation eine Strategie, mit der wir uns bei Redaktionsschluss wohl fühlten.

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.