

August 2025

## Zinsen und Anleihen

Steilere Zinskurven normalisieren sich

### Übersicht Anleiherenditen und Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Juli 2025*	Year-to-date*	Aktuell	Juli 2025*	Year-to-date*
US	4.3%	11 BP	-23 BP	76 BP	-7 BP	-4 BP
Eurozone	2.7%	9 BP	33 BP	79 BP	-13 BP	-23 BP
UK	4.6%	9 BP	1 BP	94 BP	-7 BP	-2 BP
CH	0.3%	-8 BP	6 BP	72 BP	0 BP	3 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE, BP = Basispunkte.  
\* Entwicklung bis 31. Juli. Quelle: Bloomberg

### USA

- Die USD-Kreditspannen im Investment-Grade- (IG) und im High-Yield-Segment (HY) verengten sich auf Allzeittiefs. Die Zinsen stiegen, aber die Differenz zwischen den Renditen zwei- und zehnjähriger US-Treasuries (2s10s-Kurve) flachte ab Mitte Juli ab.
- Da wir im 2. HJ 2025 schwächelnde Wirtschaftsdaten erwarten, gehen wir ab September weiterhin von drei Leitzinssenkungen in diesem Jahr aus.

### Eurozone

- Nach dem Handelsabkommen mit den USA verengten sich die EUR-Kreditspannen im Juli stark. Die 2s10s-Kurve wurde bis Mitte Juli steiler und flachte dann wieder ab.
- Die EZB liess ihren Zinssatz im Juli unverändert. Wegen des disinflationären Trends und des weiterhin unsicheren Wirtschaftsumfelds erwarten wir dieses Jahr eine weitere Senkung.

### UK

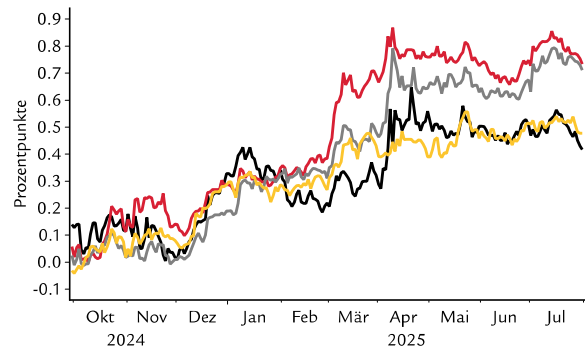
- Die IG-Kreditspannen verengten sich und liegen fast wieder auf ihrem tiefen Niveau vor März. Die zwei- bis zehnjährigen Zinsen stiegen im Juli an.
- Die Bank of England dürfte ihren Leitzins 2025 infolge eines schwächeren Arbeitsmarktes ab August nach wie vor dreimal senken.

### Schweiz

- Die IG-Kreditspannen blieben im Juli stabil. Die Anleiherenditen sanken über alle Laufzeiten leicht, sodass die Steilheit der 2s10s-Kurve unverändert blieb.
- Für 2025 erwarten wir keine weitere Zinssenkung durch die SNB, da die Zentralbank jüngst einen restriktiveren Ton anschlug.

### Kürzere Durationen mit überdurchschnittlicher Entwicklung

Differenz 10-jähriger und 2-jähriger Rendite



Die 2s10s-Kurve – die Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger und zweijähriger Staatsanleihen – ist ein gängiges Mass für die Kurvensteilheit. Eine grössere Differenz zeigt eine steilere Kurve an, während eine negative eine Inversion signalisiert. Seit dem 10. Oktober 2024 sind die 2s10s-Kurven in den USA, im Euroraum, in Grossbritannien und in der Schweiz positiv, was bedeutet, dass die Kurven nicht mehr invertiert sind und sich normalisiert haben. Der Euroraum weist derzeit die steilste Kurve auf, getrieben durch sinkende kurzfristige Zinsen nach Zinssenkungen der EZB und steigende langfristige Renditen wegen der verstärkten Emission von Staatsanleihen. Dies widerspiegelt höhere Verteidigungsausgaben vor dem Hintergrund geopolitischer Spannungen und Deutschlands neuer Fiskalstrategie mit Fokus auf Infrastruktur, Sicherheit und Verteidigung. Trotz schwächeren makroökonomischen Daten im 2. HJ 2025 und engen Kreditbewertungen bleiben die technischen Marktdaten unterstützend. Hohe Gesamtrenditen und die von den jüngsten US-Handelsabkommen unterstützte «Risk-on»-Stimmung der Anleger befeuern weiterhin eine starke Nachfrage nach Anleihen, die das reduzierte Angebot im Sommer wohl übertrifft. Unsere Sicht auf EUR- und USD-IG- und -HY-Anleihen und auf die Duration bleibt daher neutral. Die zwei- und zehnjährigen Renditen dürften in den USA, im Euroraum und in der Schweiz weitgehend stabil bleiben.

# Aktien

Der Trend ist dein Freund, aber nicht für immer

## Übersicht Aktienmarktperformance

	Juli 2025*	Year-to-date*
USA	2.6%	8.9%
Eurozone	1.9%	15.0%
Vereinigtes Königreich	4.6%	14.0%
Schweiz	0.3%	5.6%
Schwellenländer	2.7%	18.4%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.  
\* Entwicklung bis 31. Juli. Quelle: Bloomberg

### USA

- Der US-Markt war auch im Juli stark und entwickelte sich besser als Europa und die Schweiz. Seit seinem Tief im April legte der S&P 500 fast 30% zu, die Magnificent 7 rund 43%. Haupttreiber waren eine starke Berichtssaison, in der 80% der Firmen die Erwartungen übertrafen, und grosse Handelsdeals.
- Bewertungen sind v. a. im Tech-Bereich angespannt, während Spekulation bei Meme- und unprofitablen Tech-Aktien auf blasenartige Dynamik hindeutet.

### Eurozone

- Trotz der Underperformance in den letzten drei Monaten entwickeln sich europäische Aktien seit Jahresbeginn immer noch rund 6% besser als US-Aktien. In EUR oder CHF ist die Outperformance weitere 10% höher.
- Die Berichtssaison war schwächer als in den USA, die Gewinne entsprachen bloss den Erwartungen.
- Die Bewertung des europäischen Markts ist gestiegen und liegt über dem historischen Mittel.

### UK

- Der britische Markt entwickelte sich den zweiten Monat in Folge besser als die kontinentaleuropäischen Märkte und profitierte weiterhin von seiner relativ tiefen Bewertung.

### Schweiz

- Der Schweizer Markt performte im Juli den dritten Monat in Folge am schwächsten. Small Caps erzielten im Juli eine Outperformance von 2,5% und seit Jahresbeginn eine solche von 5,4%.
- Schweizer Aktien sind höher bewertet als in Europa, aber tiefer als in den USA.

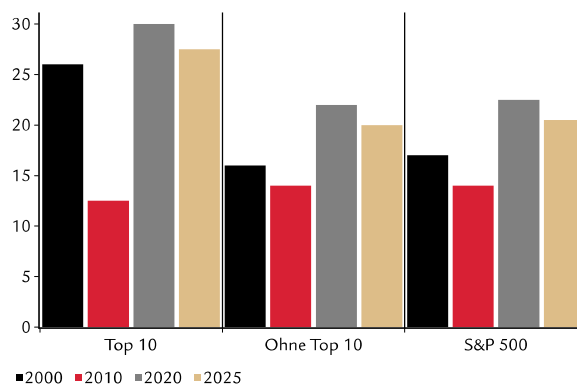
### Schwellenländer

- Am besten schnitten erneut die Schwellenländer ab.
- China hatte einen hervorragenden Monat, während Indien Verluste verzeichnete. Seit Jahresbeginn schnitt China in USD 24% besser ab als Indien.

## Näheren wir uns einer Blase?

Nach Korrekturen Anfang Jahr und im April legten US-Aktien – v. a. Tech-Aktien – kräftig zu und erreichten neue Allzeithochs. Der S&P 500 notiert bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 25, während Nasdaq und Magnificent 7 mit durchschnittlich 35 die zweithöchste Bewertung seit der Jahrtausendwende erzielen. Die zehn grössten US-Aktien weisen ein höheres erwartetes KGV auf als im Jahr 2000, und selbst die restlichen 490 Aktien werden auf höheren Niveaus gehandelt als zum damaligen Höchststand. Unternehmen wie Nvidia, Palantir, Broadcom und Tesla sollen ihren Umsatz in fünf Jahren um über 100% steigern, wobei für Palantir 300% prognostiziert werden. Diese hohen Bewertungen und Wachstumsannahmen geben mittelfristig Anlass zur Besorgnis und werfen die Frage auf, ob es an der Zeit ist, Aktien unterzugewichten.

Bewertungen US-Aktienmarkt (erwartetes KGV)



Quelle: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 2025

Mittelfristig dürften sich die aktuell hohen Bewertungen – v. a. in den USA – in deutlich tieferen erwarteten Renditen niederschlagen. Gemäss unseren Fünfjahresprognosen haben US-Aktien die tiefsten, Schwellenländer die höchsten erwarteten Renditen. Die erwarteten Gewinne durch die Anwendung von KI sind voll eingepreist. Viele KI-Aktien scheinen überbewertet. Das kurzfristige Bild ist nuancierter. US-Aktien sind deutlich überkauft. Retailanleger strömen herbei und spätzyklische Indikatoren wie Margenverschuldung und Optionspositionierung sind Warnsignale. Die jüngsten fundamentalen und makroökonomischen Entwicklungen waren jedoch ermutigend. Das US-Rezessionsrisiko bleibt gering, die Berichtssaison war stark und Handelsdeals mit wichtigen Handelspartnern milderten die Unsicherheit. Die Fiskal- und Geldpolitik bleibt unterstützend, weitere Zinssenkungen durch die Zentralbanken erscheinen wahrscheinlich.

# Währungen

Wendepunkt für den USD?

## Übersicht Hauptwährungen

	Juli 2025*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	-2.9%	10.5%	↗
EUR/CHF	-0.6%	-1.1%	→
GBP/USD	-3.7%	5.7%	↗
USD/JPY	4.0%	-4.7%	↘

\* Entwicklung bis 31. Juli. Quelle: Bloomberg

## USA

- Im Juli wertete der USD auf, weil das Fed bei soliden US-Wirtschaftsdaten und einem unsicheren Ausblick abwartete. Auch die Politik spielte eine grosse Rolle. Positiv waren die Verabschiedung des «One Big Beautiful Bill» und Handelsabkommen mit wichtigen Handelspartnern, Angriffe des US-Präsidenten auf das Fed wirkten sich vorübergehend negativ auf den USD aus (siehe Grafik und Haupttext).
- Wir erwarten eine erneute USD-Abschwächung, weil wir in Bezug auf ein Ende der Vertrauenskrise vorsichtig sind und das Fed in den kommenden Monaten wegen schwächerer Wirtschaftsdaten eine moderatere Haltung einnehmen könnte.

## Eurozone

- Im Juli wertete der EUR vs. den USD deutlich ab und verlor gegenüber anderen europäischen Währungen trotz der restriktiven Rhetorik der EZB leicht.
- Wir bleiben bei unserer positiven Sicht auf EUR/USD und unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF.

## UK

- Bei fiskalpolitischen Unsicherheiten setzte das GBP seinen Abwertungstrend im Juli gegenüber dem EUR zunächst fort, erholte sich aber gegen Monatsende.
- Wir bleiben bei unserer neutralen Sicht auf EUR/GBP und unserer positiven Sicht auf GBP/USD.

## Schweiz

- Der CHF wertete vs. den EUR im Juli leicht auf.
- Der Markt preiste Zinssenkungen für die SNB und die EZB weiterhin aus. Unsere Sicht auf EUR/CHF bleibt neutral.

## Japan

- Der JPY war im Juli gegenüber dem USD die am schlechtesten abschneidende Hauptwährung.
- Dennoch dürfte USD/JPY im Einklang mit unserer Einschätzung eines schwächeren USD in den kommenden Wochen wieder sinken.

## Der USD erholt sich von seinen jüngsten Tiefs



Die Vertrauenskrise hat in diesem Jahr zu einer USD-Abwertung geführt, die zumindest seit dem «Liberation Day» oft von den üblichen Treibern der Industrieländerwährungen wie Renditedifferenzen, Wachstumsdivergenzen oder Zentralbankerwartungen abgekoppelt war. Im Juli erholte sich der USD jedoch, weil das Fed restriktiver kommentierte und Bedenken bezüglich der Politik der US-Regierung offenbar in den Hintergrund gerieten. Dies ist verständlich, da (1) die Anleger mit der Verabschiedung des «One Big Beautiful Bill» mehr Klarheit in Bezug auf die Haushaltsaussichten erhielten, (2) der Handelskrieg konsistenter geführt wurde, was in einigen Handelsabkommen resultierte, und (3) der US-Präsident in Bezug auf frühere Äusserungen zurückkrebste, dass eine Entlassung von Fed-Chef Powell eine Option wäre. Diese Ereignisse rechtfertigten unseres Erachtens zwar eine Senkung der Risikoprämie, sind aber ein eindeutiges Signal für das Ende der Vertrauenskrise. Die US-Politik dürfte sehr unberechenbar bleiben und der stärkere USD könnte allein eine Gegenreaktion auslösen, z. B. in Form neuer verbaler Angriffe auf das Fed, die die Märkte von Zeit zu Zeit erschüttern. Schliesslich hat der US-Präsident selbst, aber auch sein Chefwirtschaftsberater Stephen Miran, immer wieder deutlich gemacht, einen schwächeren USD zu wollen. Zudem dürfte das Fed trotz Powells restriktiver Rhetorik wegen schwächerer Wirtschaftsdaten im 2. HJ 2025 Zinssenkungen vornehmen, was unsere Forderung nach einer erneuten USD-Abwertung für die nächsten Wochen erklärt.

# Asset Allocation

Handelsdeals entlasten Aktienmärkte und USD

## Rückblick

- Die Aktienmärkte erzielten im Juli starke Renditen, getrieben durch einen anhaltenden Aufschwung in den USA und den Schwellenländern, während Europa unterperformte. In den USA trieben Large-Cap-Tech-Aktien die Renditen an, in Europa stachen dividendenstarke Aktien hervor.
- Die Staatsanleiherenditen legten im Juli etwas zu, ausser in der Schweiz. Die Spreads der Euroraum-Peripherieländer verengten sich leicht. Die Emerging-Markets-Renditen gingen zurück, wenn auch mit erheblicher Volatilität.
- Firmenanleihspreeds verengten sich leicht, diejenigen von HY-Anleihen im Einklang mit der Stärke des Aktienmarkts hingegen stärker.
- Der US-Dollar wertete im Juli auf und legte handlungsgewichtet fast 3% zu.

## 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

- Wir haben unsere Aktienallokation erhöht und sind nun im Vergleich zur Benchmark übergewichtet. Die Finanzierung erfolgt über eine Senkung der Staatsanleihen auf neutral.
- Die Finanzmärkte reagierten positiv auf die Fortschritte bei den Zollabkommen, die zwar nicht ideal sind, aber die Unsicherheit und die Ängste vor einem Handelskrieg minderten, was ein positives Momentum an den Aktienmärkten auslöste.
- Die Staatsanleiherenditen blieben relativ stabil, da die Zentralbanken wegen der anhaltenden geopolitischen Spannungen und der wirtschaftlichen Auswirkungen der Zölle vorsichtig vorgehen dürften.
- Kreditspannen bleiben eng, was die Anlegerfokussierung auf die Gesamtrendite (Staatsanleiherendite plus Spread) widerspiegeln könnte – historisch hoch in den USA und grossen Teilen Europas (ohne Schweiz). Die aktuellen Spreads bieten jedoch keine ausreichende Kompensation für das Ausfallrisiko. Daher bleiben wir untergewichtet und bevorzugen Aktien aufgrund ihres höheren Aufwärtspotenzials.
- Wir bleiben bei Währungen vorsichtig, insbesondere aus Sicht des Schweizer Frankens. Trotz der jüngsten Erholung des USD sehen wir weiteres Abwertungsrisiko.

## Momentum nutzen, aber wachsam bleiben

Nach Monaten widersprüchlicher Berichte und Spekulationen ist die Frist für US-Zollabkommen vom August nun da. Es wurden mehrere Deals vereinbart, obwohl es bei vielen noch an operativen Einzelheiten mangelt. Wichtige Abkommen mit China und Indien werden noch verhandelt. Die Märkte erholten sich von ihren Tiefs vom 2. April, als die Unsicherheit nachliess. US-Aktien werden in USD auf Rekordhochs gehandelt. Der schwächere USD machte diese Gewinne für europäische Anleger in diesem Jahr jedoch weitgehend wett. Die Kreditspannen sind in allen Kategorien eng und die US-Renditen bleiben zwar hoch, liegen aber immer noch unter ihrem Dezember-Niveau. Die globalen Aktienmärkte folgten weitgehend der US-Rally, obwohl Europa jüngst hinterherhinkte und seine starke Performance im ersten Quartal teilweise wettmachte. Wenn man 2025 bisher «verschlafen» hätte, könnte man meinen, es hätte sich wenig geändert: Die Bewertungen von Risikoanlagen sind immer noch hoch, das Momentum treibt die Märkte weiter an und die US-Zinsen sind nach wie vor auf hohem Niveau. Allerdings ist nicht alles in Ordnung. Die Bewertungen von Risikoanlagen kehrten auf ihre Höchststände von Anfang Jahr zurück, was die Märkte anfällig für mögliche Schocks macht. Während die Wirtschaftsdaten solide bleiben, gibt es in den USA Anzeichen für Spannungen. Private-Equity-Unternehmen haben Mühe, aus Anlagen mit fairen Bewertungen auszusteigen, und selbst einkommensstarke Konsumenten spüren langsam den Druck höherer Zinsen. Wichtig ist, dass sich die wirtschaftlichen Auswirkungen der Zölle noch nicht in den Daten widerspiegeln. Vorzeitige Käufe stützten das Wachstum temporär, aber der Gegenwind dürfte im 2. HJ 2025 zunehmen, was das globale Momentum belasten dürfte. Sollte sich der USD weiter abschwächen, statt sich zu erholen, könnten sich die Folgen – v. a. für europäische Exporteure – verschärfen und die Importkosten für die USA weiter erhöhen, insbesondere bei schwer zu ersetzenden Gütern. Dennoch bleibt das Momentum am Markt stark. Die Zentralbanken könnten angesichts des Wirtschafts- und Währungsdrucks eine moderatere Haltung einnehmen. Vor diesem Hintergrund folgen wir diesem Trend und erhöhen leicht unsere Übergewichtung in Aktien. Gleichzeitig bleiben wir wegen der engen Spreads in Anleihen untergewichtet und nehmen gegenüber Staatsanleihen eine neutrale Haltung ein. Wir bleiben aber wachsam, da Fundamentaldaten, politische Entwicklungen und die Marktstimmung immer uneinheitlicher werden.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://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 VII's 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.