

März 2025

Zinsen und Anleihen

Eurozone: Zehnjährige Renditen hoch, Spreads runter

Übersicht Anleiherenditen und Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Feb. 2025*	Year-to-date*	Aktuell	Feb. 2025*	Year-to-date*
US	4.3%	-24 BP	-27 BP	83 BP	4 BP	3 BP
Eurozone	2.4%	-1 BP	8 BP	89 BP	-2 BP	-13 BP
UK	4.5%	-2 BP	-5 BP	93 BP	2 BP	-3 BP
CH	0.5%	8 BP	19 BP	65 BP	-3 BP	-4 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE, BP = Basispunkte.

* Entwicklung bis 27. Februar. Quelle: Bloomberg

USA

- Die Investment-Grade-Kreditspannen (IG) blieben im Februar historisch eng. Seit Mitte Februar überraschten die Wirtschaftsdaten negativ, was zu weiteren High-Yield-Spreads (HY) und tieferen Renditen auf zwei- und zehnjährigen US-Treasuries führte.
- Aufgrund der unsicheren Zollpolitik wartet die US-Notenbank ab. Wir rechnen weiterhin mit Leitzinssenkungen später in diesem Jahr.

Eurozone

- Die europäischen Kreditspannen verengten sich im Februar aufgrund der Erwartung höherer Verteidigungsausgaben. Die Zinskurve wurde steiler, weil die Zinssenkungen sanken und die Zinsspannen im ganzen Monat recht stabil blieben.
- Die EZB senkte den Leitzins im Januar. Wir erwarten 2025 noch fünf Senkungen.

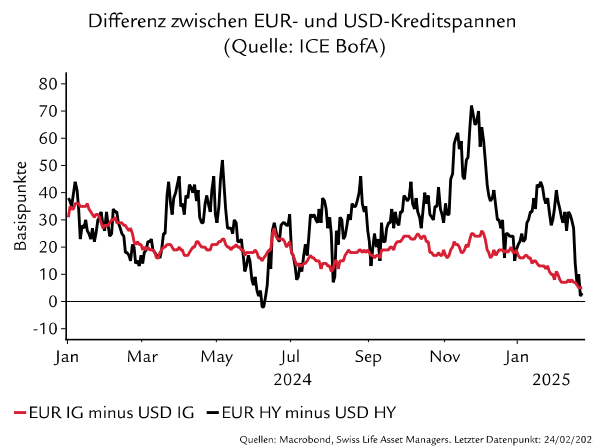
Vereinigtes Königreich

- IG-Kreditspannen wurden eher in engen Bahnen gehandelt. Die Zinsen waren volatil, blieben aber über den Februar insgesamt unverändert.
- Die Wirtschaftsdaten überraschten seit Mitte Februar positiv und die Zinskurve wurde im Februar leicht steiler.

Schweiz

- Die Kerninflation stieg im Januar stärker als erwartet an, was im Februar zu höheren Zinsen und einer steileren Zinskurve führte.
- Wir rechnen aber mit einer tieferen Inflation und einer weiteren Zinssenkung der SNB um 25 BP.

Europäische Kreditspannen verengten sich trotz Zollerisiken



Letzten Monat entwickelten sich EUR-Anleihen besser als USD-Anleihen, v. a. im HY-Segment. EUR-Anleihen profitierten von der Erwartung höherer Verteidigungsausgaben, der Erwartung mehrerer Zinssenkungen durch die EZB 2025 sowie dem Wahlergebnis in Deutschland, das für eine stabile Regierung sorgen dürfte. Das Vertrauen der Anleger in Europa wurde auch durch die Hoffnungen auf einen Waffenstillstand im Ukrainekrieg gestützt, was zu tieferen Energiepreisen und Wiederaufbaumassnahmen in der Ukraine führen könnte. Gleichzeitig stiegen die Zinsen am längeren Ende leicht an, da der Markt zur Finanzierung der erwarteten Verteidigungsausgaben eine verstärkte Emission von Staatsanleihen erwartet. Zudem bleibt der Ausgang der Ukrainefriedensgespräche ungewiss und die Zollmeldungen trüben allmählich die Unternehmerstimmung und erhöhten besonders in den USA die Inflationserwartungen. Für März erwarten wir im HY-Markt in EUR und USD höhere Spreads. Auch bei EUR-IG-Anleihen erwarten wir höhere Spreads, weil der Markt etwas zu viel Optimismus bezüglich der Friedensgespräche und des Wachstums in der Eurozone eingepreist hat, während er die US-Zollerisiken etwas vernachlässigt. Bei USD-IG-Anleihen wie auch der US-Duration bleiben wir bei unserer neutralen Sicht. Für die EU und die Schweiz ist unsere Sicht auf zehnjährige Renditen neutral, wir erwarten aber bei zehnjährigen Staatsanleihen höhere Renditen.

Aktien

Trump bisher für die Aktienmärkte nicht positiv

Übersicht Aktienmarktpformance

	Feb. 2025*	Year-to-date*
USA	-1.6%	1.4%
Eurozone	4.5%	12.1%
Vereinigtes Königreich	1.1%	7.2%
Schweiz	3.1%	11.8%
Schwellenländer	3.9%	5.8%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.
* Entwicklung bis 27. Februar. Quelle: Bloomberg

USA

- Der US-Markt hinkte den globalen Märkten im Februar weiter hinterher. Die Aktien der Magnificent 7 verloren fast 8%.
- Seit der Amtseinführung von Präsident Trump (und der Veröffentlichung der neuesten Version von DeepSeek) hinkt der US-Markt anderen Märkten um mehrere Prozentpunkte hinterher.
- Der US-Markt bleibt teuer und die Bewertung ist viel höher als bei allen anderen Märkten.

Eurozone

- Die Outperformance hielt im Februar an, was uns angesichts der Krise in den grossen europäischen Ländern, der Zollankündigungen Präsident Trumps und der unklaren Ukrainesituation überrascht.
- Die Bewertung des EU-Markts ist historisch neutral und vs. die USA attraktiv. Dass die EZB 2025 mehr Zinsschritte vornehmen wird als das Fed, ist ein weiterer relativ positiver Faktor für europäische Aktien.

Vereinigtes Königreich

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

Schweiz

- Die gute Marktpformance hielt im Februar an. Pharmatitel, und v. a. Nestlé, performten 2025 gut.
- Die Bewertung des Schweizer Aktienmarkts liegt am oberen Ende der neutralen Bandbreite.

Schwellenländer

- Die Schwellenländer haben dank der starken Entwicklung des chinesischen Marktes und trotz des sehr schwachen indischen Marktes aufgeholt.
- Der Bewertungsabschlag von Schwellenländeraktien ist hoch und eine ausgedehnte Rally chinesischer Aktien könnte zu einer Outperformance führen.

DeepSeek und die Auswirkungen

Am 20. Januar (Amtseinführung Präsident Trumps) lancierte die kleine chinesische Firma DeepSeek ein neues Large Language Model als Konkurrenz zu etablierten Playern wie ChatGPT, LLAMA oder Copilot. Dieses enthält Neuerungen wie einen viel effizienteren Trainingsprozess und einen innovativen Einsatz von logischem Denken («reasoning»). Dies führt zu einem geringeren Energieverbrauch, tieferen Hardware-Anforderungen, geringeren Trainingskosten und niedrigeren Anwenderpreisen (40-mal günstiger). Die Qualität des Modells liegt gleichauf mit ChatGPT und ist Open Source, sodass der Code von allen kostenlos evaluiert und genutzt werden kann. Daher ist das Modell für US-KI-Firmen eine enorme Herausforderung. Vereinfacht gesagt, ist die KI-Landschaft der USA in Gefahr, ebenso ihr Exzeptionalismus und ihre Dominanz am Aktienmarkt. Künftig könnte China eine viel wichtigere Rolle spielen. China bringt fünfmal mehr Hochschulabsolventen in Wissenschaft hervor als die nachfolgenden fünf Länder zusammen und dominiert bei KI-Patenten und der Anzahl KI-Forscher. Der Markt erkannte die Bedeutung von DeepSeek schnell und grosse Hardware-Hersteller (Nvidia), Energieproduzenten (z. B. Vistra) und Firmen für unterstützende Technologie (z. B. Schneider) fuhren zweistellige Verluste ein, die bisher nur teils aufgeholt werden konnten. Der chinesische Aktienmarkt im Allgemeinen und Tech-Aktien im Besonderen (z. B. Alibaba) performten klar besser als der US-Markt. Gar die europäischen Märkte, die von einem Ende des US-Monopols profitieren würden, performten klar über dem US-Markt.

Marktpformance seit 20. Januar 2025

USA	EU	China	China Tech	Magnificent 7
-0.8%	5.5%	15.4%	31.1%	-7.1%

Daten per 26. Februar 2025. Quellen: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Hält dieser Trend an und beendet DeepSeek die Dominanz von US-KI- und -Tech-Aktien? Wir glauben, dass DeepSeek zeigt, dass das US-Monopol mit seinen enormen Margen (50% bei Nvidia) nicht ewig bestehen wird. Daher sind die derzeit in US-Aktien eingepreisten Erwartungen (v. a. in KI- und Tech-Aktien) zu hoch. Dies stellt auch die hohe Bewertung infrage. Andererseits haben die USA ein stärkeres Wirtschafts- und Produktivitätswachstum und weniger Regulierung. Alles in allem ist der US-Markt hoch gepreist, und andere Märkte sind derzeit attraktiver.

Währungen

Weitere USD-Schwäche im Februar

Übersicht Hauptwährungen

	Feb. 2025*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	1.1%	1.2%	↘
EUR/CHF	-0.4%	0.1%	→
GBP/USD	2.3%	1.3%	↘
USD/JPY	-3.5%	-4.8%	↗

* Entwicklung bis 27. Februar. Quelle: Bloomberg

USA

- Der USD schwächte sich im Februar weiter ab. Alle Hauptwährungen werteten vs. den USD auf, wobei SEK der grösste Gewinner war.
- 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 Februar war der Anstieg des EUR vs. USD auf den wachsenden Optimismus für ein Friedensabkommen in der Ukraine zurückzuführen. Doch der EUR wertete vs. alle anderen Hauptwährungen ab.
- Die Firmenumfragen im Euroraum stiegen im Februar weiter. Doch entwickelt sich die Eurozone strukturell weiterhin schlechter als die USA und dürfte unter der Handelsunsicherheit leiden. Zusammen mit der geldpolitischen Lockerung durch die EZB dürfte der EUR vs. USD im März abwerten.

Vereinigtes Königreich

- Das GBP erholte sich von seiner Januarschwäche, weil die höher als erwarteten Januarinflationsdaten zu einer Anpassung der Zinssenkungserwartungen für die Bank of England durch den Markt führten.
- Für März erwarten wir eine Stabilisierung bei EUR/GBP und einen Rückgang bei GBP/USD.

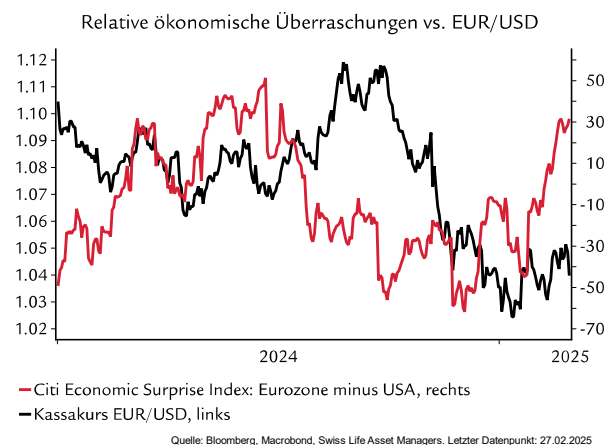
Schweiz

- EUR/CHF blieb im Februar in engen Bahnen, obwohl der Markt Negativzinsen in der Schweiz für 2025 nach der unerwartet hohen Januarinflationsrate auspreiste.
- Unsere Sicht auf EUR/CHF bleibt neutral, da die Risiken über einen Monat ausgeglichen sind.

Japan

- USD/JPY ging im Februar weiter zurück, aber gemäss unserer Erwartung eines stärkeren USD dürfte sich dies in den nächsten Wochen ändern.

Das fragile Comeback des Euro scheint übertrieben



Die Handelsunsicherheit war in diesem Jahr einer der Haupttreiber der Devisenmärkte. Die Geopolitik rückte nun auch wieder in den Fokus, als Präsident Trump mit seinen Bemühungen, ein Friedensabkommen zwischen der Ukraine und Russland auszuhandeln, für Schlagzeilen sorgte. Der Ausgang und der Zeitplan eines solchen Deals sind zwar noch sehr unsicher, aber der Devisenmarkt hat angefangen, einige positive Effekte für das europäische Wachstum einzupreisen (die potenziellen Folgen eines solchen Abkommens für die Wirtschaft der Eurozone erläutern wir in unseren «Perspektiven Konjunktur»). Zudem hofft der Markt auf zusätzliche fiskalpolitische Impulse aufgrund der höheren Verteidigungsausgaben und Impulse der neuen deutschen Regierung in Form einer Reform der Schuldenbremse. Daneben wurde der EUR auch durch ein besseres Wirtschaftsmomentum gestützt (siehe Grafik), wobei sich die Einkaufsmanagerindizes (PMI) weiterhin von ihren tiefen Niveaus erholen. Wir halten allerdings den Optimismus bezüglich des EUR für übertrieben und erwarten für März eine Wende bei EUR/USD. Weitere Zollankündigungen in den nächsten Wochen dürften die Währung unter Druck setzen. Fiskalpolitische Impulse durch höhere Verteidigungsausgaben haben negative Nebeneffekte wie höhere Staatsschuldenquoten. Auch wenn es beim Wirtschaftsklima in der Eurozone Licht am Ende des Tunnels zu geben scheint, entwickelt sich die Wirtschaft in der Eurozone strukturell immer noch schlechter als die US-Wirtschaft. Schliesslich dürfte der USD durch die Zinsdifferenz («Carry») gut gestützt bleiben, da das Inflationsrisiko in den USA nach oben tendiert, sodass unsere Prognose einer allgemeinen USD-Stärke intakt bleibt.

Asset Allocation

Newsmeldungen sorgen für Volatilität

Rückblick

- Die Marktpformance im Februar entsprach unseren Erwartungen. Aktien entwickelten sich besser als Unternehmensanleihen.
- Die Anleiherenditen waren zwar volatil, blieben aber relativ stabil. Unternehmensanleihen entwickelten sich wegen der engeren Spreads besser als Staatsanleihen.
- Die Marktentwicklung wurde massgeblich durch die Nachrichten aus den USA beeinflusst, was zu erhöhter Volatilität führte.

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

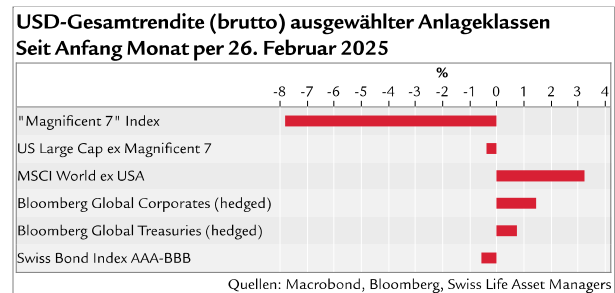
Anlageklasse	Aktive Gewichtung
Globale Staatsanleihen	neutral
Globale IG-Unternehmensanleihen	Untergewichtung
Anleihen Emerging Markets	Untergewichtung
Globale Aktien	Übergewichtung

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

- Wir halten an unserer Einschätzung zur Asset Allocation fest und sehen nach wie vor grösseres Potenzial in Aktien als in Unternehmensanleihen, v. a. nach der jüngsten Verengung der Kreditspannen. Ganz so überzeugt sind wir jedoch nicht mehr, denn die attraktiveren Aktienmarktregionen schöpfen ihr Potenzial allmählich aus.
- Die Schwäche am US-Aktienmarkt seit Jahresbeginn ist primär auf die Underperformance der Magnificent 7 zurückzuführen. Dies wurde durch die anhaltende Erholung im europäischen und im chinesischen Markt kompensiert. Dieser Trend dürfte auf kurze Sicht anhalten. Gestützt wird dies durch positivere Wirtschaftsdaten, eine expansivere Geldpolitik sowie staatliche Eingriffe in China zur Ankurbelung der Wirtschaft.
- Die Kreditspannen verengten sich weiter, was ihr Risiko-Rendite-Profil weiter verschlechterte.
- Staatsanleiherenditen waren volatil. Die US-Renditen sanken, die deutschen blieben stabil, die CHF-Renditen stiegen. Interessanterweise sanken die Renditen während der Aktienmarktkorrekturen, was unsere Ansicht untermauert, dass hohe USD- und in geringerem Ausmass EUR-Renditen den Effekt der Korrekturen dämpfen könnten. Dies rechtfertigt unsere neutrale Haltung bezüglich Staatsanleihen trotz begrenztem Potenzial für hohe Kapitalgewinne.

Zeit, unsere Strategie zu überdenken?

Unsere aktuelle Allokationsstrategie beruht auf der Outperformance von Aktien im Vergleich zu Unternehmensanleihen und einer Verlagerung vom teuren US-Aktienmarkt hin zu attraktiveren Regionen und Marktsegmenten. Seit Jahresbeginn hält sich diese These. Die ständigen überraschenden und manchmal verwirrenden Nachrichten aus den USA sorgen für Unsicherheit bei den Anlegern, aber Aktien rentieren solide und schneiden besser ab als Unternehmensanleihen, obwohl sich die Kreditspannen wieder verengen. Und der teure US-Aktienmarkt entwickelte sich bisher schlechter als der günstigere Rest der Welt (siehe Grafik unten).



Ist es nun an der Zeit, unsere Sicht zu ändern? Dazu sind wir aus folgenden Gründen nicht bereit:

1. Die europäischen Konjunkturindikatoren haben sich leicht verbessert und stützen die Finanzmärkte.
2. Der US-Aktienmarkt schnitt wegen der Magnificent 7 schlechter ab, bleibt aber robust.
3. Die chinesische Regierung hat ihre Bemühungen verstärkt, die schwache Wirtschaft anzukurbeln, während DeepSeek für Rückenwind für den chinesischen Tech-Sektor und Aktienmarkt sorgte.
4. Die jüngsten diplomatischen Entwicklungen in der Ukraine könnten sich vorübergehend positiv auf die Stimmung an den Finanzmärkten auswirken.

Doch Risiken wie Zölle, geopolitische Spannungen und hohe Bewertungen sollten wir nicht ausser Acht lassen. Deshalb sollten Anlagen in defensivere Strategien priorisiert werden und möglichst breit diversifiziert sein.

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 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.