

Mai 2025

Zinsen und Anleihen

«Liberation Day» bewirkte steigende Kreditspannen

Übersicht Anleiherenditen und Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Apr. 2025*	Year-to-date*	Aktuell	Apr. 2025*	Year-to-date*
US	4.2%	-4 BP	-41 BP	106 BP	12 BP	26 BP
Eurozone	2.4%	-29 BP	8 BP	112 BP	14 BP	10 BP
UK	4.4%	-23 BP	-13 BP	122 BP	11 BP	26 BP
CH	0.3%	-27 BP	0 BP	82 BP	13 BP	13 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE, BP = Basispunkte.
* Entwicklung bis 30. April. Quelle: Bloomberg

USA

- Nach den Zollankündigungen am 2. April stiegen die Kreditspannen für High Yield (HY) und Investment Grade (IG) infolge zunehmender Rezessionsrisiken. Harte Daten sind vorerst stabil, dürften sich aber zunehmend verschlechtern.
- Obwohl das Fed Geduld signalisierte, erwarten wir für 2025 weiterhin vier Zinssenkungen (erstmalig im Juni). Grund ist die wirtschaftliche Verlangsamung als Folge der handelspolitischen Unsicherheit

Eurozone

- Die Kreditspannen weiteten sich im April sowohl in HY als auch in IG aus und die zehnjährigen Renditen sanken. Die europäischen Wirtschaftsdaten bleiben relativ robust und deuten auf eine gewisse Stabilisierung hin.
- Die EZB senkte den Leitzins im April um 25 BP und wir erwarten für dieses Jahr drei weitere Senkungen.

UK

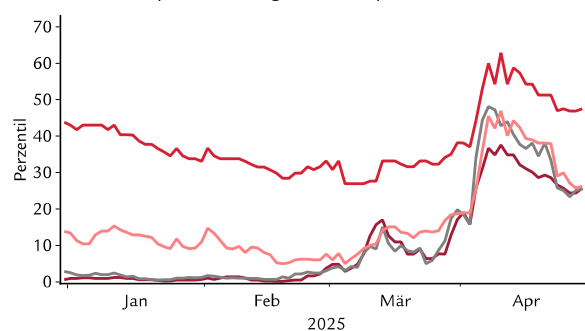
- Im April weiteten sich die IG-Kreditspannen aus. Die zehnjährigen Zinsen gingen ebenfalls zurück.
- Angesichts der Aussichten auf ein schwächeres Wachstum und höhere Arbeitslosigkeit dürfte die Bank of England ihren Leitzins 2025 viermal senken.

Schweiz

- Nach den Zollankündigungen sanken die BIP-Wachstumserwartungen, was im April zu höheren IG-Spreads und tieferen zehnjährigen Zinsen führte.
- Wir erwarten im Juni 2025 eine weitere Leitzinssenkung durch die SNB auf 0%.

Volatile Kreditspannen im April

Perzentil der optionsbereinigten Kreditspannen seit März 1999



— ICE BofA Euro HY Index — ICE BofA Euro IG Index
— ICE BofA US HY Index — ICE BofA US IG Index

Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers, Bloomberg. Letzter Datenpunkt: 30.04.2025

Die Kreditspannen weiteten sich aus, nachdem US-Präsident Trump am 2. April, dem «Liberation Day», ein Paket «gegenseitiger» Zölle eingeführt hatte. Dies führte zu höheren US-Inflationserwartungen, einer Abwärtskorrektur der BIP-Wachstumsprognosen in vielen Märkten und einer höheren Rezessionswahrscheinlichkeit für die USA. In der Folge weiteten sich die Kreditspannen Anfang April aus (in EUR wie in USD). Bei den Perzentilen (Daten ab 31. März 1999) bewirkte die Ausweitung der Spreads eine Normalisierung der US-Kreditspannen sowohl in IG als auch in HY von historisch sehr engen Niveaus (unter 5%) auf rund 25%. Obwohl sich die Spreads in der zweiten Aprilhälfte verengten, sehen wir sie bei IG- und HY-Anleihen in EUR und USD im Mai neutral. Trotz des Risikos einer US-Rezession im 2. Halbjahr 2025 preist der jüngste Anstieg der Spreads bereits eine gewisse fundamentale Abschwächung ein. Zudem scheint der Markt nur eine kurze, leichte Rezession zu erwarten, unterstützt durch eine Beruhigung der Handelsspannungen (z. B. wegen Zollpausen, mehr Befreiungen oder Handelsdeals) und Zinssenkungen durch das Fed. Bei der Duration erwarten wir tiefere Renditen auf zwei- und zehnjährigen US-Staatsanleihen. Im Euroraum erwarten wir für den zweijährigen Zinshorizont tiefere Renditen, beim zehnjährigen sind wir jedoch neutral. In der Schweiz ist unsere Sicht auf die Renditen auf Staatsanleihen über die gesamte Kurve hinweg neutral.

Aktien

Achterbahnfahrt – US-Politik dominiert Aktienmarkt

Übersicht Aktienmarktperformance

	Apr. 2025*	Year-to-date*
USA	-0.5%	-5.1%
Eurozone	0.2%	7.7%
Vereinigtes Königreich	-0.8%	5.6%
Schweiz	-2.7%	5.8%
Schwellenländer	1.3%	4.3%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.
* Entwicklung bis 30. April. Quelle: Bloomberg

USA

- Nach einer starken Korrektur in der ersten Aprilhälfte (-10%) erholte sich der Markt in der zweiten Hälfte und schloss den Monat fast unverändert ab.
- Unvorhersehbare politische Entwicklungen, u. a. die Zollankündigungen am «Liberation Day», waren die Haupttreiber der Marktkorrektur. Zudem sorgte die mögliche Entlassung von Zentralbankchef Powell für grosse Nervosität an den Märkten. Trump vollzog nach der Marktreaktion eine Kehrtwende und die Märkte erholten sich.
- Trotz der Korrektur bleibt der US-Markt teuer.

Eurozone

- Der europäische Markt ist dieses Jahr mit Grossbritannien der beste Aktienmarkt. In Lokalwährung schnitt er rund 13 Prozentpunkte besser ab als der US-Markt. Die Zuflüsse aus europäischen Aktien waren dieses Jahr stark.
- Die Bewertung des europäischen Markts bleibt weitgehend neutral und viel attraktiver als jene von US-Aktien.

UK

- Der defensive britische Markt erzielte bisher die gleiche Performance wie der Aktienmarkt im Euroraum.
- Der britische Markt bleibt weiterhin tief bewertet.

Schweiz

- Der April war ein schwacher Monat für Schweizer Aktien. Nach drei schwachen Monaten schnitten Small Caps rund 3% besser ab als Large Caps.
- Die Bewertung des Schweizer Aktienmarkts liegt am oberen Ende der neutralen Bandbreite.

Schwellenländer

- Im April entwickelten sich die Schwellenländer besser als alle Industrieländer.
- Insbesondere Indien, das zweitgrösste Indexgewicht, entwickelte sich gut. Nach einem Anstieg von 10% im März lag die Performance im April bei +3,6%.

Was passiert nach Phasen hoher Volatilität?

Die Marktvolatilität war in letzter Zeit aussergewöhnlich hoch. Der VIX, ein Index, der die kurzfristige (erwartete) Volatilität des US-Aktienmarkts anhand von Optionspreisen misst, stieg auf über 50. In «normalen» Zeiten weist der VIX ein Indexniveau von 20 auf. Solche Spitzen sind in Bärenmärkten und in Zeiten ungewöhnlich hoher Unsicherheit – wie jetzt oder während der Covid-Krise 2020 – nicht ungewöhnlich. 2020 stieg der VIX auf 80. Historisch gesehen besteht eine starke Beziehung zwischen Volatilitätsspitzen und der nachfolgenden Aktienmarktperformance.

Volatilitätsspitzen (VIX > 50) und Marktperformance

S&P 500: Performance, nachdem VIX bei > 50 schloss					
	+1M	+3M	+6M	+12M	+24M
% positive Rendite	55.4	35.1	68.9	98.7	100
Median	1.6	-7.3	5.8	26.6	39.4
Max.	22.8	38.3	46.8	71	94.8
Min.	-22.9	-24.9	-21.1	-0.4	9.8

Quelle: Swiss Life Asset Managers, Bloomberg. Daten von 1990 bis 2025

Historischen Daten zufolge sind die Aktienmarktrenditen nach VIX-Spitzen über 50 tendenziell stark positiv. Je länger der Zeitraum, desto höher die Performance und der Anteil positiver Ergebnisse. Bei einem Zeitraum von einem Jahr sind fast 100% der Renditen positiv und das schlechteste Ergebnis nähert sich einer Performance von 0%. Diese positive Entwicklung lässt sich wie folgt erklären: 1. Volatilitätsspitzen treten in der Regel bei Bärenmärkten oder starken Korrekturen auf. Diese Phasen sind meist von kurzer Dauer: einige Tage bis mehrere Monate. Danach sind die Bewertungen tendenziell attraktiver, die Zentralbanken haben die Zinsen oft gesenkt und der Wirtschaftsausblick wird langsam besser. Die Märkte zeigen auf negative Meldungen tendenziell eine kurzfristige Überreaktion. Mit der nachlassenden Unsicherheit beginnen die Märkte, die Risiken neu zu bewerten, und erholen sich in der Regel.

Und diesmal? Die Chancen stehen gut, dass die Aktienmärkte in den nächsten zwölf Monaten das historische Muster bestätigen. Und zwar aus folgenden Gründen: 1. Die Zollverhandlungen dürften zu positiven Ergebnissen führen; 2. Die Zentralbanken werden die Zinsen senken; 3. Konjunkturpakete in Europa und Steuerensenkungen in den USA stützen die Märkte. Es gibt jedoch zwei Hauptrisiken: 1. Wir sind in Bezug auf die Zollverhandlungen zu optimistisch; 2. Selbst nach der Korrektur ist der US-Aktienmarkt hoch bewertet.

Währungen

USD: mehr vom Gleichen

Übersicht Hauptwährungen

	Apr. 2025*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	4.7%	9.4%	➔
EUR/CHF	-2.1%	-0.4%	⬇
GBP/USD	3.2%	6.5%	➔
USD/JPY	-4.6%	-9.0%	➔

* Entwicklung bis 30. April. Quelle: Bloomberg

USA

- Der USD gab im April weiter nach. Alle Hauptwährungen werteten vs. den USD auf. Das Ausmass der am 2. April angekündigten Zölle wurde unterbewertet und das Vertrauen in US-Anlagen beschädigt.
- Die Stimmung gegenüber dem USD bleibt schwach und die Positionierung in USD-Short- und EUR-Long-Positionen ist hoch. Da dies ein gewisses Risiko einer Wende birgt, ist unsere Sicht auf EUR/USD neutral.

Eurozone

- Der EUR entwickelte sich im April überdurchschnittlich, weil der EUR von den Märkten nach den angekündigten Zöllen als liquider sicherer Hafen gesehen wurde.
- Aus geldpolitischer Sicht sind keine Währungsimpulse zu erwarten. Sowohl bei der EZB als auch beim Fed entsprechen unsere geldpolitischen Erwartungen der aktuellen Einschätzung der Märkte.

UK

- Im April wertete das GBP vs. den USD erneut stark auf und kletterte vorübergehend über 1.34. Das GBP verlor jedoch vs. den EUR etwas an Boden.
- Unsere Sicht auf EUR/USD und EUR/GBP bleibt neutral.

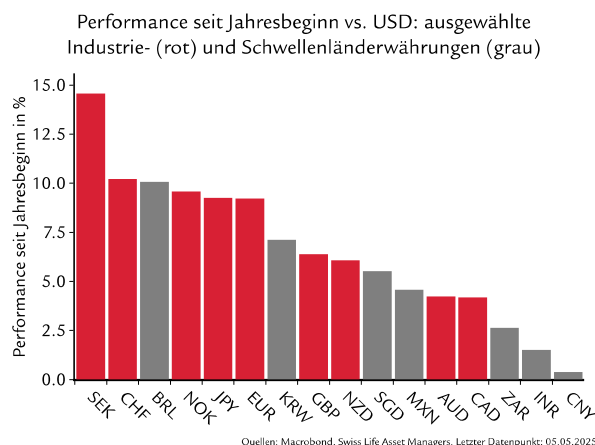
Schweiz

- Die Schwäche CHF vs. EUR im März kehrte sich im April erwartungsgemäss um. EUR/CHF fiel zur Monatsmitte unter 0,93.
- Die grosse handelspolitische Unsicherheit dürfte die Eigenschaften des CHF als «sicheren Hafen» stützen. Wir erwarten eine weitere Schwäche von EUR/CHF im Mai.

Japan

- Nachdem der JPY im März nicht von der breiteren USD-Schwäche profitierte, legte er vs. den USD im April 4,8% zu und war damit zweitstärkster Performer.
- Unsere Sicht auf USD/JPY für Mai ist neutral.

Der USD und die Vertrauenskrise



Der USD erfuhr im April keine Entlastung. Die diversen Ankündigungen zur US-Handelspolitik und Äusserungen von Präsident Trump, die die Unabhängigkeit des Fed infrage stellten, verschärften die Vertrauenskrise bezüglich US-Anlagen, was zu einem weiteren breiten USD-Ausverkauf führte. Zudem blieb der fundamentale Ausblick für den USD schwierig, da die Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA weiter anstieg. Die veröffentlichten US-Wirtschaftsdaten blieben robust, was darauf hindeutet, dass die US-Wirtschaft mit einem guten Momentum in diese schwierige Phase gestartet ist. Im Gegensatz zum Vertrauensverlust dürften sich die negativen Effekte des Handelskriegs aber verzögert in den harten Daten zeigen und die Konjunktur im zweiten Halbjahr bremsen. Unsere Ökonomen haben ihre US-BIP-Wachstumsprognose für 2025 von 1,8% auf 1,4% gesenkt. Ebenso senkten sie ihre Wachstumserwartungen für den Euroraum leicht. Neben der geringeren globalen Nachfrage dürfte sich die hohe weltweite Unsicherheit besonders negativ auf die Unternehmensinvestitionen und den Privatkonsum im Euroraum auswirken. Dennoch war der anhaltende Anstieg von EUR/USD im April sowohl auf die relative EUR-Stärke als auch auf die schlechte USD-Stimmung zurückzuführen. Die fünfjährigen Realzinsdifferenzen bewegten sich weiter zugunsten des EUR, was den grössten Teil der EUR-Aufwertung erklärt. Gleichzeitig löste sich die Marktaktivität in EUR/USD von der zweijährigen Nominalzinsdifferenz. Die schlechte USD-Stimmung zeigt sich auch in der Marktpositionierung, da die Anleger stark in US-Short- und EUR-Long-Positionen engagiert sind. Dies birgt ein latentes Risiko eines tieferen EUR/USD im Falle einer plötzlichen Auflösung dieser Positionen. Für den Mai bevorzugen wir eine insgesamt neutrale Sicht auf EUR/USD.

Asset Allocation

Ein Monat der Verwirrung

Rückblick

- Die Ankündigung von US-Strafzöllen am 2. April führte zu einer signifikanten globalen Marktkorrektur, die sich auf alle Anlageklassen und Regionen auswirkte.
- Sie befeuerte die Bedenken in Bezug auf US-Staatsanleihen und den USD als sichere Häfen, was zu einer USD-Abwertung und hoher Renditevolatilität führte.
- Die Märkte erholten sich, nachdem die US-Regierung Ausnahmen und eine 90-tägige Pause der Handelszölle beschlossen hatte.

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

- Wir haben unsere Aktienquote auf neutral reduziert, haben aber die Übergewichtung in Staatsanleihen und die Untergewichtung in Unternehmensanleihen beibehalten.
- Die Unsicherheit ist zurückgegangen, aber die Situation bleibt verwirrend, mit erheblichen Risiken. Die Aktienmärkte bleiben volatil und haben Wachstums- und Ertragsrisiken nicht vollständig eingepreist. Deshalb haben wir unser Exposure auf neutral reduziert.
- Die Staatsanleiherenditen haben bei den jüngsten Marktturbulenzen nicht ganz wie erwartet reagiert. Die Werte in den USA und Europa bleiben im aktuellen Umfeld hoch. Wir erwarten daher tiefere Renditen, da langsam schwächere Wirtschaftsdaten Einzug halten.
- Die Erholung nach der anfänglichen Ausweitung belässt die Spreads unter dem langfristigen Durchschnitt und den Niveaus, die wir angesichts der signifikanten makroökonomischen Risiken erwarten würden.

Hohe Marktvolatilität trotz Deeskalation

Donald Trumps Zollankündigungen vom 2. April schockierten die Finanzmärkte wegen ihrer Höhe und der Berechnungsmethode. Anschliessende Massnahmen der US-Regierung machten deutlich, dass der Plan undurchführbar ist und der Wirtschaft in den USA und weltweit erheblichen wirtschaftlichen Schaden zufügen könnte. Die Finanzmärkte haben sich seither dank Anpassungen, Zugeständnissen, Aussetzungen und laufender «Verhandlungen» erholt, aber die Unsicherheit bleibt hoch, was zu Volatilität führt. Es ist nicht realistisch, dass die globalen Lieferketten von der Industrie bis Ende Juni angepasst werden können, weshalb weitere Zugeständnisse und ein Fokus auf inländische Themen wahrscheinlich sind. Diese Unsicherheit verzögert Investitionsentscheidungen und senkt die Konsumausgaben, was sich negativ auf das Wachstum in den USA und weltweit auswirkt.

Die Aktienmärkte erreichten derweil wieder das Niveau vom 2. April, haben aber den längerfristigen makroökonomischen Effekten der US-Politik nicht vollumfänglich Rechnung getragen. Folglich dürften die Aktienmärkte nervös bleiben. Insgesamt sind wir in Aktien neutral gewichtet und ziehen es vor, in taktischen Märkten übergewichtet zu sein, die von einer Mässigung der US-Handelspolitik profitieren könnten.

Die starke USD-Abwertung und das Verhalten von US-Staatsanleihen im April deuten darauf hin, dass ihr Status als sicherer Hafen und Vermögensreserve infrage gestellt werden. Anleger diversifizieren, was die Wechselkurse und die Anleiherenditen unter Druck setzt. Die vollen Auswirkungen auf die US-Renditen werden infolge fehlender effektiver Alternativen nicht unmittelbar spürbar sein. Die derzeit hohen Renditen stehen im Konflikt mit der erwarteten Konjunkturabschwächung in den USA und den meisten anderen Ländern, weshalb wir Staatsanleihen vorerst übergewichten.

Die Kreditspannen weiteten sich zunächst aus, gingen aber seither zurück und blieben unter dem historischen Durchschnitt. Diese engen Spreads stehen im Widerspruch zum zunehmenden Risiko einer deutlichen Wachstumsabschwächung. Folglich bleiben wir in dieser Anlageklasse untergewichtet.

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.