

Juni 2025

## Zinsen und Anleihen

Zollschlagzeilen und Haushaltsdefizitsorgen

### Übersicht Anleiherenditen und Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Mai 2025*	Year-to-date*	Aktuell	Mai 2025*	Year-to-date*
US	4.5%	32 BP	-9 BP	88 BP	-18 BP	8 BP
Eurozone	2.6%	11 BP	19 BP	101 BP	-11 BP	-1 BP
UK	4.7%	29 BP	16 BP	111 BP	-11 BP	15 BP
CH	0.3%	-1 BP	-1 BP	77 BP	-4 BP	8 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE; BP = Basispunkte.  
\* Entwicklung bis 28. Mai. Quelle: Bloomberg

### USA

- Im Mai schwankten die US-Spreads und die Staatsanleiherenditen wegen Zöllen und Sorgen über das US-Haushaltsdefizit. In der Folge stiegen im Monatsverlauf die zwei- und die zehnjährigen Renditen.
- Wie erwartet liess das Fed seinen Leitzins im Mai unverändert. Wir erwarten für 2025 ab Juli immer noch vier Senkungen, weil hohe Zölle die Wirtschaft im 2. Halbjahr 2025 bremsen dürften.

### Eurozone

- Die Kreditspannen verengten sich bei EUR High Yield (HY) und EUR Investment Grade (IG), während die Renditen der Staatsanleihen weniger stark anstiegen als in den USA.
- Da die Disinflation anhält, dürfte die EZB die Zinsen in diesem Jahr ab Juni noch dreimal senken.

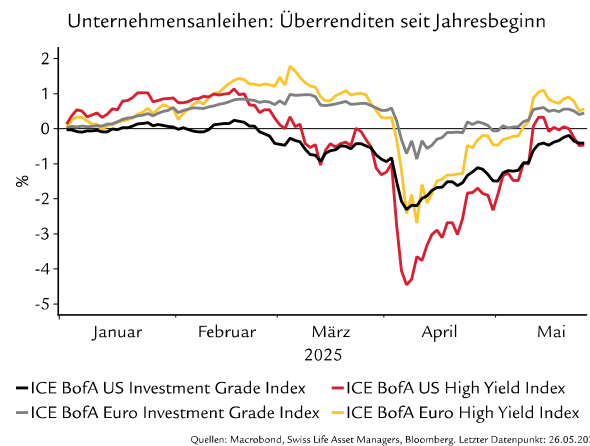
### UK

- Die IG-Kreditspannen verengten sich von ihren hohen April-Niveaus und die Anleiherenditen stiegen über die gesamte Zinskurve hinweg.
- Die Bank of England senkte ihren Leitzins am 8. Mai auf 4.25% und wir gehen noch immer von drei weiteren Senkungen in diesem Jahr ab August aus.

### Schweiz

- Wie in anderen Industrieländern verengten sich die IG-Kreditspannen. Die Zinskurve für Staatsanleihen wurde steiler, da Kurzfristzinsen stärker sanken.
- Zur CHF-Schwächung und zur Verlangsamung der Disinflation dürfte die SNB den Leitzins im Juni um 50 BP und im September um 25 BP senken, um den Zinssatz auf -0.5% zu bringen.

### Überrenditen von Anleihen erholen sich im Mai weiter



Überrendite ist die über Staatsanleihen hinausgehende Rendite von Unternehmensanleihen. Die Überrendite seit Jahresbeginn von IG- und HY-Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen hat sich im Mai weiter erholt. Grund dafür war eine starke Verengung der Kreditspannen in allen Segmenten von Unternehmensanleihen im Mai, welche den Anstieg der Staatsanleiherenditen mehr als kompensierte. Wegen der höheren Spread-Sensitivität von HY vs. IG überstiegen die Überrenditen von HY im Mai diejenigen von IG. Der stärkste Anstieg der Überrendite war im Mai bei USD-HY zu verzeichnen, gestützt durch die starke Spread-Verengung infolge der Rücknahme der Handelszölle zwischen China und den USA. Insbesondere sind die Überrenditen bei EUR-Unternehmensanleihen seit Jahresbeginn positiv, im Gegensatz zu USD-Anleihen. Nach einer Spread-Verengung im Mai stieg das Risiko sich ausweitender Spreads wegen US-Handelszöllen und der daraus resultierenden negativen wirtschaftlichen Auswirkungen wieder. Daher erwarten wir aufgrund der höheren Sensitivität höhere Kreditspannen im HY-Segment; in Bezug auf IG-Spreads in EUR und USD sind wir im Juni neutral. Bei der Duration erwarten wir im Juni tiefere Renditen zwei- und zehnjähriger Staatsanleihen in den USA und im Euroraum.

# Aktien

Sell in May and go away?

## Übersicht Aktienmarktperformance

	Mai 2025*	Year-to-date*
USA	6.0%	0.6%
Eurozone	5.7%	13.8%
Vereinigtes Königreich	2.7%	8.5%
Schweiz	1.4%	7.2%
Schwellenländer	4.8%	9.3%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.  
\* Entwicklung bis 28. Mai. Quelle: Bloomberg

### USA

- Der Mai war für US-Aktien sehr positiv. Haupttreiber waren die Zollpause bei chinesischen Importen und der Aufschub höherer Zölle gegenüber der EU. Der Markt hat sich von seinen Tiefwerten im April um fast 20% erholt – eine der schnellsten und stärksten Erholungen der Geschichte.
- Damit ist der US-Markt wieder sehr teuer geworden. Einzig Small Caps werden in der normalen Bewertungsspanne gehandelt.

### Eurozone

- Aktien des Euroraums entwickelten sich im Mai ähnlich wie US-Aktien. Als einziger grosser Markt hat er seit Jahresbeginn mehr als 10% zugelegt.
- Ängste vor steigenden Zöllen führten zu einer kurzzeitigen Korrektur. Nachdem der US-Präsident einen Aufschub von Juni auf Juli angekündigt hatte, erholte sich der Markt und übertraf erneut die USA.
- Die Bewertung des europäischen Markts ist gestiegen und liegt über dem historischen Durchschnitt. Der Bewertungsabschlag gegenüber den USA bleibt jedoch erheblich.

### UK

- Der UK-Markt entwickelte sich im Mai wegen seiner sehr defensiven Ausrichtung relativ schlechter.
- Der britische Markt bleibt tief bewertet.

### Schweiz

- Auch im Mai blieb der Schweizer Aktienmarkt schwach. Small Caps übertrafen erneut Large Caps und liegen nun seit Jahresbeginn leicht vorne.
- Die Bewertung des Schweizer Aktienmarkts liegt nun ebenfalls über der neutralen Bandbreite.

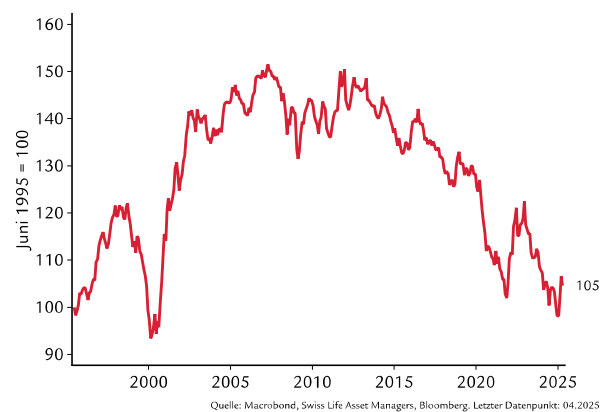
### Schwellenländer

- Im Mai erzielten die Emerging Markets eine positive Performance.
- Die Bewertungen der Schwellenländer bleiben fair und liegen unter denen in Industrieländern.

## Investieren mit (hohen) Dividenden

Investitionen in dividendenstarke Aktien sind seit etwa 30 Jahren beliebt. Langfristig erzielen dividendenstarke Aktien ähnliche Renditen wie der breite Markt. Seit rund 15 Jahren – insbesondere in den letzten zwei – verzeichnet das globale High-Dividend-Universum aber eine Underperformance aufgrund der geringeren Gewichtung von IT-Aktien und den Magnificent 7. Historisch haben Dividenden eine entscheidende Rolle bei den Aktienrenditen gespielt – in den USA stammen seit 1871 fast 50% der Gesamtrendite aus Dividenden. In den letzten Jahren war der Anteil geringer, da die Unternehmen Aktienrückkäufe getätigt haben.

Relative Performance High-Dividend vs. Markt (global)



Der High-Dividend-Anlagestil hat fünf Haupteigenschaften: 1. Langfristig ist die Performance ähnlich wie der breite Markt. 2. Die Dividenden sind deutlich höher (MSCI-High-Dividend-Indizes haben eine 50% höhere Dividendenrendite als der breite Marktindex); diese höhere Rendite dient als Risikopuffer. 3. Geringeres Risiko bezüglich Volatilität, Anteil zyklischer Sektoren und Konzentration. 4. Tiefere Bewertung bei vergleichbarer Rentabilität. 5. Das Gewinnwachstum ist schwächer als beim breiten Markt. Im Wesentlichen liefert der High-Dividend-Stil eine marktähnliche Performance mit mehreren attraktiven Eigenschaften. Der Preis für diese Eigenschaften ist eine schwächere Performance in starken Bullenmärkten. Für erfolgreiches High-Dividend-Investieren ist es entscheidend, Qualitätsindikatoren zu nutzen, um die Nachhaltigkeit der hohen Dividendenrendite zu beurteilen. Wir halten dividendenstarke Anlagen derzeit für sehr attraktiv: Die relative Bewertung ist tief, die 15-jährige Underperformance scheint zu Ende zu sein und das globale Tiefzinsumfeld, das den früheren Bullenmarkt unterstützte, ist nicht mehr gegeben.

# Währungen

USD, Opfer einer Vertrauenskrise

## Übersicht Hauptwährungen

	Mai 2025*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	-0.3%	9.1%	↗
EUR/CHF	-0.2%	-0.6%	→
GBP/USD	1.1%	7.6%	↗
USD/JPY	1.2%	-7.9%	↘

\* Entwicklung bis 28. Mai. Quelle: Bloomberg

### USA

- Nach dem Ausverkauf im April legte der USD in der ersten Maihälfte etwas zu, bevor er sich wieder abschwächte. Handelsgewichtet blieb die USD-Performance im Mai nahe bei null.
- Die Stimmung gegenüber dem USD bleibt schwach und die Positionierung in USD-Short- und EUR-Long-Positionen ist hoch. Die Vertrauenskrise dürfte anhalten und im Juni zu einem schwächeren USD führen.

### Eurozone

- Obwohl sich die Zinsdifferenzen zwischen Eurozone und USA zum Nachteil des EUR vergrösserten, schloss EUR/USD den Mai bei 1.13 ab, etwa auf dem Niveau zu Monatsbeginn.
- Das Fed dürfte bis Ende 2025 noch zwei und die EZB nur noch eine Senkung mehr vornehmen, als die Märkte derzeit erwarten. Dies ist ein weiterer Grund, wieso EUR/USD aufwerten dürfte.

### UK

- Im Mai wertete das GBP vs. USD und EUR auf. Un erwartet hohe Inflationszahlen und tiefere Zinssenkungserwartungen dürften dazu beigetragen haben.
- Unsere Sicht auf EUR/GBP bleibt neutral, aber das GBP dürfte vs. den USD im Juni aufwerten.

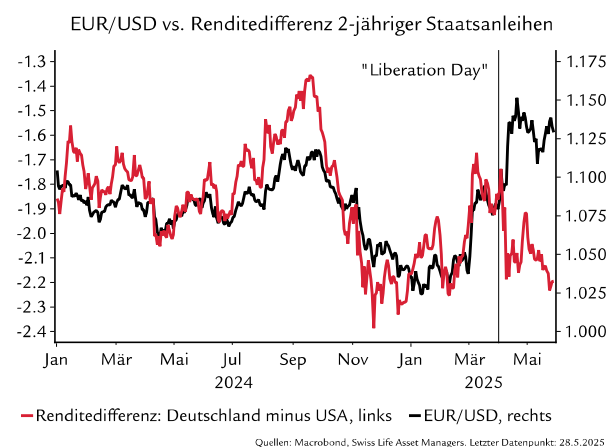
### Schweiz

- Der CHF blieb im Mai vs. EUR und USD fast unverändert.
- Wir sehen EUR/CHF trotz der erwarteten Negativzinsen der SNB im Juni neutral.

### Japan

- Der JPY entwickelte sich im Mai eher schwach und verlor handelsgewichtet über 1%.
- Im Einklang mit unserer Einschätzung eines schwächeren USD stehen wir USD/JPY im Juni negativ gegenüber.

## EUR/USD: Vertrauenskrise überwiegt Carry



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 28.5.2025

Der USD bleibt unter Druck. Obwohl die «reziproken» Zölle des US-Präsidenten rasch für 90 Tage auf Eis gelegt wurden, markiert der «Liberation Day» vom 2. April den Punkt, an dem die Korrelation zwischen USD-Performance und Carry zusammenbrach. Vorher war für das meistgehandelte Währungspaar EUR/USD die Zinsdifferenz («Carry») der mit Abstand wichtigste Performancetreiber gewesen (siehe Grafik). Das ist nicht mehr der Fall. Von den Finanzmarktinstrumenten ist der USD das grösste Opfer der Vertrauenskrise, die die US-Regierung mit ihrer erratischen Wirtschaftspolitik, ihren Angriffen auf Institutionen und ihren subtilen Drohungen gegen ausländische Anleger, insbesondere in US-Staatsanleihen, ausgelöst hat. Wir glauben zwar, dass der «Liberation Day» der Höhepunkt des Handelskriegs sein könnte, aber es ist unwahrscheinlich, dass die Vertrauenskrise so schnell behoben wird. Der Fokus der Investoren hat sich zuletzt auf die US-Finanzpolitik und den «Big Beautiful Bill» verlagert, welche ausländischen Anlegern möglicherweise weitere Sorgen bereiten. Der aktuelle Vorschlag des Repräsentantenhauses impliziert für die nächsten Jahre ein nahezu unverändertes Haushaltsdefizit in der Grössenordnung von 7% des BIP, das unter Berücksichtigung der Zolleinnahmen auf 6% reduziert werden könnte (weitere Details in unseren *Perspektiven Konjunktur*). Der US-Schuldenpfad ist daher nicht nachhaltig, insbesondere wenn die wirtschaftspolitische Unsicherheit, die geringere Zuwanderung und die wirtschaftlich ineffizienten Zölle das Wachstumspotenzial des Landes belasten. Die Vertrauenskrise und die fiskalpolitischen Bedenken bedeuten, dass sich der USD trotz seines Carry-Vorteils weiter abschwächen dürfte.

# Asset Allocation

Zurück auf Feld eins

## Rückblick

- Im Mai erholten sich die Aktienmärkte weiter von der Korrektur, die durch die Zollankündigungen am «Liberation Day» vom 2. April ausgelöst wurde. Unterstützt wurde die Erholung durch verschiedene Anpassungen und Aufschiebungen von Zöllen sowie laufende Handelsgespräche.
- Die positive Stimmung bei den Aktien kam auch den Kreditmärkten zugute: Die Spreads verengten sich, obwohl die höheren Staatsanleiherenditen v. a. in den USA die Renditen belasteten.
- Im Mai erzielten Staatsanleihen mehrheitlich negative Renditen, wobei Schweizer Obligationen einmal mehr als positive Ausnahme hervorstachen.

## 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 belassen unsere Asset Allocation unverändert. Nachdem die Verluste infolge der Ankündigungen vom 2. April wieder wettgemacht sind, liegt der Fokus wieder auf den wirtschaftlichen Fundamentaldaten. Wir sollten jedoch ein mögliches Aufflammen der Volatilität im Auge behalten, wenn die Frist für die Zollverhandlungen im Juli näher rückt.
- Die bessere Marktstimmung stützt unsere neutrale Aktienallokation, obwohl die zugrunde liegenden Fundamentaldaten relativ schwach sind. Wir sehen noch Potenzial, dass gewisse Märkte aufschliessen, aber die Risiken nehmen deutlich zu.
- Der jüngste Anstieg der US-Staatsanleiherenditen lässt sich zwar nachvollziehen, sich aber nur schwer mit unserem Basisszenario eines abflauenden Wachstums und einer nur vorübergehend höheren Inflation aufgrund der Zölle vereinbaren. Daher bleiben wir in Staatsanleihen über- und in Firmenanleihen untergewichtet. Die Kreditspannen bleiben sehr eng und spiegeln die aktuellen Risiken nicht angemessen wider.

## Zurück auf Los!

Beim Brettspiel Monopoly geht man beim Ziehen einer «Zurück auf Los»-Karte zurück zum Anfang und überspringt das «Gehalt», das man sonst erhalten würde. Ein ähnliches Muster zeigte sich an den Finanzmärkten. Nach Donald Trumps Ankündigungen «reziproker» Zölle am 2. April korrigierten die globalen Aktien- und Kreditmärkte stark und erholten sich dann wieder auf das Niveau von Anfang Jahr.

Was kommt als Nächstes? Legen wir die Karten auf den Tisch. Unser Basisszenario erwartet eine Konjunkturabschwächung im zweiten Halbjahr 2025, aber keine globale Rezession. Die Inflation dürfte in Europa weiter nachlassen, während sie in den USA wegen der Zölle vorübergehend steigen wird. Die Fundamentaldaten von Aktien haben sich seit Januar kaum verändert. Analysten prognostizieren für grosse Unternehmen aus Industrieländern ein jährliches Gewinnwachstum von 7 bis 11% für die nächsten zwei Jahre – eine historisch starke Dynamik. Diese optimistischen Prognosen könnten auf die Probe gestellt werden, zumal die Bewertungen der US-Aktien weiter hoch sind und diejenigen der europäischen Aktien nun in einem neutralen Bereich liegen. Enttäuschende Unternehmensergebnisse könnten eine Korrektur auslösen. Sollten die Handelsgespräche jedoch vorankommen, könnten die Aktienmärkte in den kommenden Wochen aufholen. Insgesamt bleiben wir gegenüber Aktien neutral. In den USA und in geringerem Ausmass auch in Europa bleiben die Zinsen hoch. Die Schweiz gilt nach wie vor als sicherer Hafen und bietet weiterhin sehr tiefe Zinsen. Sorgen bezüglich der Tragbarkeit der US-Verschuldung und das schwindende Vertrauen in US-Treasuries und den USD könnten zwar höhere Staatsanleiherenditen rechtfertigen, aber die aktuellen Niveaus scheinen mit der abflauenden Wirtschaft nicht vereinbar und dürften sinken. Die Spreads, die Ende 2024 historisch tief waren, erreichten im Mai nach einer leichten Ausweitung im April wieder ein ähnliches Niveau. Einige Analysten argumentieren, das sei gerechtfertigt, da Staatsanleihen zunehmend als risikoreich eingestuft würden. Dennoch bleibt das tatsächliche Risiko eines Ausfalls von US-Treasuries sehr gering. Wie nach dem 2. April zu beobachten ist, führen Markturbulenzen tendenziell immer noch zu einer Ausweitung der Kreditspannen und zu tieferen Renditen – wenn auch weniger dramatisch als bei früheren Turbulenzen. Wir halten Firmenanleihen daher für teuer und untergewichten die Anlageklasse, während wir in Staatsanleihen übergewichtet bleiben.

## 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 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.