

April 2025

Zinsen und Anleihen

Höhere Spreads wegen Zollunsicherheit

Übersicht Anleiherenditen und Kreditspannen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Mär. 2025*	Year-to-date*	Aktuell	Mär. 2025*	Year-to-date*
US	4.4%	19 BP	-18 BP	90 BP	3 BP	10 BP
Eurozone	2.8%	39 BP	43 BP	91 BP	0 BP	-11 BP
UK	4.8%	33 BP	25 BP	105 BP	10 BP	9 BP
CH	0.7%	23 BP	38 BP	67 BP	2 BP	-2 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE, BP = Basispunkte.
* Entwicklung bis 27. März. Quelle: Bloomberg

USA

- High-Yield- (HY) und Investment-Grade-Spreads (IG) stiegen im März an, weil die angekündigten US-Zölle die Konsumenten- und Unternehmensstimmung in den USA trübten und die Anleger schlechteres Wachstum und steigende Inflation befürchteten.
- Das Fed liess den Leitzins im März unverändert. Wir rechnen für 2025 weiterhin mit vier Leitzinssenkungen, primär wegen der erwarteten Konjunkturabschwächung.

Eurozone

- Die Kreditspannen im EUR-HY-Markt stiegen im März. Die zehnjährigen Zinsen stiegen wegen höherem Finanzierungsbedarfs für europäischen Verteidigungsausgaben und des deutschen Fiskalpakets.
- Die EZB senkte den Leitzins um 25 Basispunkte (BP). Wir sehen 2025 drei weitere Senkungen.

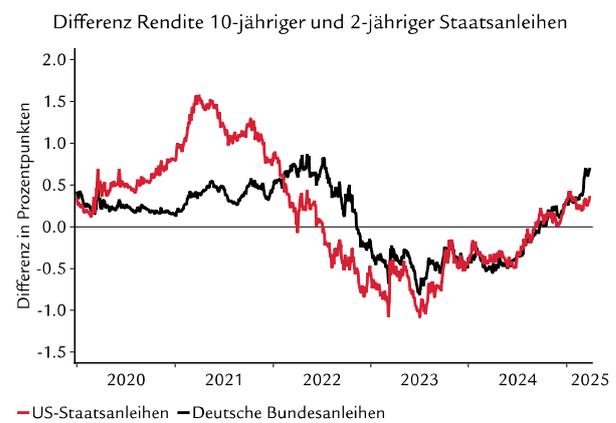
Vereinigtes Königreich

- Im März waren die IG-Kreditspannen volatil und zogen sich leicht an. Wie in der Eurozone auch stiegen die Zehnjahreszinsen während des Monats an.
- Die BoE hielt den Leitzins im März stabil, aber angesichts des schwächeren Ausblicks für Wachstum dürfte sie ihren Leitzins 2025 viermal senken.

Schweiz

- Die Kerninflation stieg im Februar stärker als erwartet an, was im März zu höheren Zinsen und einer steileren Zinskurve führte.
- Die SNB senkte den Zins im März um 25 BP und wir erwarten für 2025 keine weiteren Senkungen.

Versteilung der Zinskurve in Euro hält 2025 an



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 27.03.2025

Seit dem Ende des Zinserhöhungszyklus Mitte 2023 hat sich Differenz zwischen zehn- und zweijährigen USD- und EUR-Renditen ausgeweitet und wurde Ende 2024 dank der Zinssenkungen positiv. Seit Ende Februar 2025 ist die EUR-Zinskurve steiler als die USD-Kurve, zurückzuführen auf Europas Pläne für höhere Verteidigungsausgaben und das deutsche Fiskalpaket für Infrastruktur. Diese Ausgabenpläne könnten zwar zu höherem Wachstum führen, aber auch zu höherer Staatsverschuldung, erhöhtem Finanzierungsbedarf, anhaltendem Inflationsrisiko und damit höheren längerfristigen Zinsen in Europa. Trumps Wirtschaftspolitik hat zu grosser Verunsicherung bei US-Verbrauchern und Unternehmen geführt, was die Wachstumsaussichten belastet. Folglich weiteten sich die Kreditspannen in USD- und EUR-Indizes aus, da der Markt in den USA stagflationäre und in Europa inflationäre Tendenzen erwartet. Für April erwarten wir aufgrund der anhaltenden Unsicherheit über die Trump-Politik höhere Spreads im EUR- und im USD-HY-Markt. Angesichts der relativ soliden Kreditfundamentaldaten sind wir bei IG in EUR und in USD neutral. Bei der Duration rechnen wir im nächsten Monat mit niedrigeren Renditen für zweijährige und zehnjährige US-Staatsanleihen sowie für zweijährige europäische Anleihen, während wir bei zehnjährigen in Europa neutral bleiben. Bei Schweizer Staatsanleihen sind wir über die gesamte Kurve neutral eingestellt.

Aktien

US-Politik beherrscht Aktienmarkt

Übersicht Aktienmarktpformance

	Mär. 2025*	Year-to-date*
USA	-4.1%	-2.8%
Eurozone	-0.3%	10.7%
Vereinigtes Königreich	-0.8%	7.5%
Schweiz	-0.1%	11.3%
Schwellenländer	3.3%	5.7%

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

USA

- Der US-Markt ging im März zurück – absolut wie auch relativ. In den letzten zwei Monaten entwickelten sich alle Hauptmärkte besser als die USA, die vs. Europa und die Schweiz fast 10% einbüssten.
- Die schwache Rendite des US-Markts war der unberechenbaren US-Politik und der Aussicht auf hohe Zölle geschuldet. Ausländer verkauften US-Aktien.
- Trotz der Korrektur bleibt der US-Markt teuer.

Eurozone

- Der europäische Markt ist dieses Jahr mit der Schweiz der beste Aktienmarkt. Er schlug den US-Markt im März um weitere 3.5%.
- Es gab starke Zuflüsse in europäische Aktien, und das grosse Schuldenpaket Deutschlands stützt den Markt auf kurze Sicht. Europa dürfte auch von einer expansiveren Zentralbankpolitik profitieren.
- Die Bewertung des europäischen Markts ist gestiegen, bleibt aber weitgehend neutral.

Vereinigtes Königreich

- Auch der britische Aktienmarkt entwickelte sich besser als die USA, jedoch weniger deutlich als die Eurozone und die Schweiz.
- Der britische Markt bleibt tief bewertet.

Schweiz

- Von allen Hauptmärkten rentierte der Schweizer Aktienmarkt 2025 am besten. Small Caps entwickelten sich bisher schlechter als der breite Markt.
- Die Bewertung des Schweizer Aktienmarkts liegt am oberen Ende der neutralen Bandbreite.

Schwellenländer

- Im März entwickelten sich die Schwellenländer deutlich besser als die anderen Märkte.
- China (+3.2%) und Indien (+9.8%) führten den Markt im März an. Indien hat sich nach mehreren schwachen Monaten erholt.

Korrektur oder mehr?

Der US-Markt büsste 2025 2.8% und seit der Amtseinführung von Präsident Trump mehr als 6% ein. Seit seinem Peak Mitte Februar erreichte der US-Markt Mitte März ein Tief und büsste rund 8% ein, der Nasdaq verlor über 11%. Die Magnificent 7 büssten vor der jüngsten Erholung fast 15% ein. Dieser Rückgang ist der grösste seit dem Bärenmarkt von 2022. Der starke Rückgang und die Underperformance des US-Markts sind auf schwächere Wirtschaftsdaten, sinkendes Vertrauen und die Unsicherheit bezüglich der Trump-Politik zurückzuführen. Aktienmarkteinbrüche von über 10% werden gemeinhin als Korrekturen bezeichnet. Historisch gesehen boten viele dieser Korrekturen gute Kaufchancen («buy the dip»), andere signalisierten den Beginn eines grösseren Marktabschwungs. Wenn wir den Beginn einer Korrektur als Einbruch von über 10% vom letzten 52-Wochen-Hoch definieren, der endet, wenn es keine weiteren Rückgänge von mehr als 10% vom letzten 52-Wochen-Hoch gibt, gab es seit 1928 60 solcher Fälle mit einer mittleren Dauer von rund 185 Tagen. Die derzeitige Korrektur verlief ungewöhnlich schnell, nur zehn andere Korrekturen waren kürzer.

Aktienmarktentwicklung nach Korrekturen (USA)

Periode	Mittelwert	Median	Max.	Min.
1M	0.1%	1.8%	11.0%	-24.0%
3M	2.5%	2.7%	19.0%	-26.0%
6M	5.6%	6.8%	24.0%	-27.0%
12M	7.7%	13.8%	41.0%	-38.0%

Daten von 1928 bis 2025. Quelle: Deutsche Bank, Swiss Life Asset Managers

Nach einer Marktkorrektur sind die Renditeaussichten im Mittel positiv und verbessern sich tendenziell mit der Zeit (siehe Tabelle). Im Mittel sind die Renditen über das Folgejahr vergleichbar mit den langfristigen Durchschnittsrenditen. Doch die Medianrendite ist mit 13.8% klar höher, da der Durchschnitt durch einige negative Ereignisse verzerrt ist. Rund 45% der vergangenen Korrekturen fielen mit Rezessionen zusammen. Von den 59 abgeschlossenen Korrekturen eskalierten 17 in Bärenmärkte, einen Rückgang von über 20%. Die meisten Korrekturen blieben aber zwischen -10 bis -20%. Bärenmärkte traten meistens auf, wenn Korrekturen kurz vor oder zu Beginn einer Rezession eintraten. Die aktuelle Korrektur dürfte sich nicht zu einem Bärenmarkt entwickeln, da wir keine globale Rezession erwarten. Wir halten an unserer positiven Sicht für 2025 und die nächsten drei Monate fest.

Währungen

USD: Zölle ein Plus, Risiko Schwachwährungspolitik

Übersicht Hauptwährungen

	Mär. 2025*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	3.8%	4.0%	↘
EUR/CHF	1.6%	1.3%	↘
GBP/USD	2.7%	3.2%	↘
USD/JPY	0.2%	-4.0%	→

* Entwicklung bis 27. März. Quelle: Bloomberg

USA

- Der USD schwächte sich im März weiter ab. Alle Hauptwährungen ausser dem JPY werteten vs. den USD auf. Ein Hauptgrund waren tiefere US-Wachstumserwartungen und bessere Wachstumsaussichten für den Rest der Welt aufgrund der Fiskalpakete in Deutschland und China.
- Wir glauben, dass diese Verschiebung der Wachstumserwartungen vorbei ist oder sich angesichts der Ankündigung weiterer US-Zölle sogar umkehren wird. Unsere USD-Sicht für das zweite Quartal ist daher positiv. Auch die Zinsdifferenzen, das sogenannte «Carry», bleiben vorteilhaft für den USD.

Eurozone

- Das deutsche Fiskalpaket führte zu einer Rally des EUR, der im März handelsgewichtet 2% aufwertete.
- Da es einige Zeit dauern wird, bis die angekündigte Fiskalexpansion die Realwirtschaft erreicht, dürfte sich der Markt auf den sich verschärfenden Handelskrieg zwischen den USA und Europa konzentrieren, der dem Wachstum der Eurozone schaden und den EUR schwächen dürfte.

Vereinigtes Königreich

- Im März wertete das GBP vs. den USD auf, wurde aber vs. den EUR in relativ engen Bahnen gehandelt.
- Für das zweite Quartal haben wir eine negative Sicht auf GBP/USD und sehen EUR/GBP neutral.

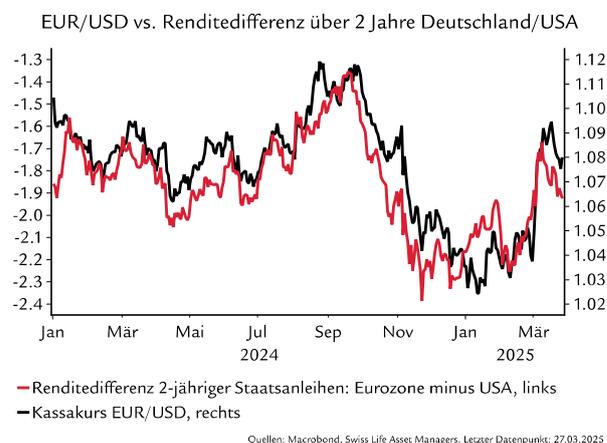
Schweiz

- EUR/CHF stieg im März kurzzeitig auf über 0.96.
- In der zweiten Märzhälfte verblasste die EUR-Euphorie bereits und wir erwarten für die nächsten Monate weitere EUR/CHF-Schwäche.

Japan

- Anders als andere Industrieländerwährungen wertete der JPY vs. den USD im März nicht auf.
- Unsere Sicht auf USD/JPY für das zweite Quartal ist neutral.

Renditedifferenzen treiben EUR/USD weiter an



Trotz der Flut an Zollankündigungen wertete der USD seit der Amtseinführung Trumps ab und widerspricht damit der üblichen Annahme, dass Zölle die Währung stärken sollten. Anleger sahen Zölle primär als Wachstumsrisiko für die US-Wirtschaft, was zu tieferen US-Anleiherenditen und einem schwächeren USD führte. Im März trug die Bestätigung von Stephen Miran als Chef des Council of Economic Advisors zur schwachen Marktstimmung vs. USD bei. Wie Trump befürwortet auch Miran Zölle und einen schwächeren USD, um die Reindustrialisierung der USA voranzutreiben. Er schlägt problematische unilaterale Ansätze vor wie eine «Nutzungsgebühr» für ausländische Zentralbanken oder Staatsfonds, wenn sie in US-Treasuries investieren, oder direkte Devisenkäufe der USA, was Inflationsängste schüren würde. Als multilateralen Ansatz nennt er die Idee eines «Mar-a-Lago-Abkommens» mit dem Ziel, den USD zu schwächen. Eine problematische Idee ist, grosse ausländische Inhaber von Vermögensreserven zu zwingen, einen Teil ihrer US-Staatsanleihen auf den Markt zu bringen, um den USD zu schwächen, und den Rest in 100-jährige Staatsanleihen umzutauschen, um die Refinanzierungsströme in die USA zu senken, die für eine «anhaltende USD-Überbewertung» verantwortlich sein sollen. Für uns sind diese Vorschläge ein mittelfristiges Extremrisiko. Kurzfristig sehen wir Raum für eine USD-Erholung. Viel Negatives ist eingepreist und die Einführung reziproker Zölle im April könnte dazu führen, dass die Anleger die Wachstumsaussichten ausserhalb der USA verringern und die durch das deutsche Fiskalpaket ausgelöste Euphorie etwas verblasst. Diese führte zu einer tieferen Renditedifferenz zwischen den USA und Europa und zu einem Anstieg von EUR/USD im März (s. Grafik).

Asset Allocation

Nicht-US-Aktien verlieren etwas an Momentum

Rückblick

- Globale Aktien rentierten im März negativ, was primär auf US-Aktien zurückzuführen war, während Europa und die Schwellenländer stabiler waren.
- Staatsanleihen verzeichneten höhere Verfallrenditen, vor allem in Europa. Die Gesamtrenditen waren daher im März negativ. Unternehmensanleihen entwickelten sich besser, aber primär wegen ihrer geringeren Zinssensitivität, da die Spreads stabil blieben oder sich leicht erhöhen.
- Nach einer relativ ruhigen Phase nimmt die Unsicherheit bezüglich des anhaltenden Handelskriegs wieder zu.

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

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

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

- Wir haben die Asset Allocation angepasst und die Gewichtung von Staatsanleihen zulasten von Firmenanleihen aller Arten erhöht.
- Unsere Ansicht, dass globale Aktien ohne USA mehr Potenzial haben als Anleihen, bleibt unverändert, obwohl wir zunehmende Risiken sehen, da wir uns einer für die Zölle entscheidenden Phase nähern und die anfängliche Begeisterung über den Fiskalimpuls in Europa schwindet.
- Daher erhöhen wir unser Engagement in Staatsanleihen, denn die Renditen sind selbst unter Berücksichtigung des Inflationsrisikos recht hoch.
- Die Kreditspannen veränderten sich letzten Monat nur leicht. Daher finden wir Firmenanleihen im Vergleich zu Aktien in Märkten wie Europa und den Schwellenländern unattraktiv.

Ein Pyrrhussieg für den europäischen Aktienmarkt?

Die globalen Aktienmarktrenditen waren im März primär wegen starker Korrekturen bei US-Aktien negativ. Während die anfängliche Begeisterung wegen Deutschland und der grossen Fiskalpläne der EU nachlässt, fokussieren sich die Märkte nun auf die Herausforderungen bei der Umsetzung dieser Investitionen, die Folgen der daraus resultierenden Staatsschulden auf die Anleiherenditen und die Effekte der US-Handelspolitik. Da stellt sich die Frage: War das starke erste Quartal für die europäischen Aktienmärkte ein Sieg mit hohem Preis?

Wir glauben, dass das aktuelle Momentum bei Nicht-US-Aktien im Allgemeinen und europäischen Märkten im Besonderen aus zwei Gründen nach wie vor da ist: 1) Fundamental bleibt der US-Aktienmarkt überbewertet und die aktuelle US-Regierung schafft ein Umfeld wirtschaftlicher Unsicherheit, was Firmen und Konsumenten zu mehr Vorsicht veranlasst. 2) Europa hat die einmalige Chance, seine Wirtschaft wieder anzukurbeln und einige der Probleme der letzten Jahre zu beheben. Die aktuelle Situation könnte sogar Chancen eröffnen, da Europa Talente und Kapital anziehen könnte, die früher standardmässig in die USA gegangen sind.

Dennoch dürfte sich das aktuelle Momentum zumindest kurzfristig abschwächen und es könnten immer noch überraschende Ereignisse eintreten. Deshalb nehmen wir taktische Anpassungen an unserer Asset Allocation vor, indem wir unser Engagement in Staatsanleihen erhöhen und dasjenige in Firmenanleihen aller Art reduzieren. Ziel ist es, in unserer Allokation einen kleinen Puffer zu schaffen, da wir unser Aktienengagement vorerst beibehalten wollen. Die Verfallrenditen auf Staatsanleihen haben sich seit Jahresbeginn kaum verändert. In den Ländern der Eurozone haben die Verfallrenditen aber wegen der angekündigten Erhöhung der Staatsausgaben deutlich zugelegt. Wir halten die aktuellen Niveaus für hoch, auch unter Berücksichtigung von Inflationsrisiken und der Möglichkeit eines schnelleren Wirtschaftswachstums. So könnten diese Anleihen die Effekte einer möglichen Korrektur am Aktienmarkt abfedern.

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.