

## Investment Committee Monthly

### Wenn auf Aprilschauer die Maiblüte folgt

#### Zusammenfassung

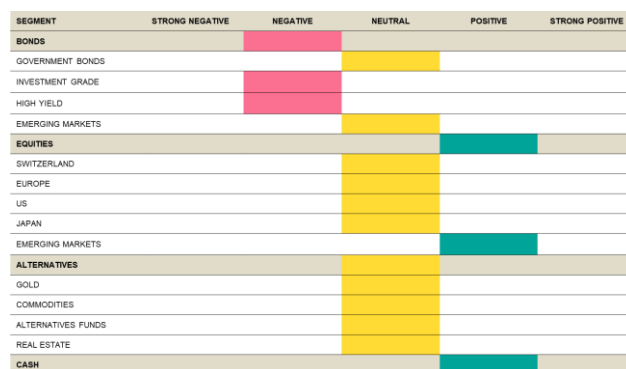
- Schlagzeilen über Handelskriege, die im April die Aktien- und Anleihenmärkte auf Talfahrt geschickt hatten, wurden im Mai durch bessere Nachrichten abgelöst, und an den Märkten setzte eine kräftige Erholung ein.
- Die US-Regierung schloss mehrere Handelsabkommen und machte Andeutungen, dass weitere in Vorbereitung sein könnten. Gleichzeitig trieb sie ihr umfassendes Steuer- und Ausgabenpaket weiter voran.
- Indessen lassen wichtige Wirtschaftsindikatoren wie die Daten zum US-Arbeitsmarkt oder zur Inflation die Alarmglocken (noch) nicht schrillen.
- Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass die «grösste Handelsunsicherheit» nun hinter uns liegt. Das bedeutet noch lange nicht, dass wir es nicht noch mit dem einen oder anderen Tweet zu tun bekommen werden, aber das Schlimmste dürfte überstanden sein.
- Die Lage hat sich also mittlerweile beruhigt. Allerdings ist der Schaden für die Wirtschaft bereits erheblich, und sowohl Konsumenten als auch Unternehmen haben mit der durch den Handelskrieg verursachten Unsicherheit zu kämpfen.
- Wichtig ist jetzt, dass diese Unsicherheit weiter abnimmt, ansonsten könnten auf die schwachen «weichen Daten» schwache sogenannte «harte Daten» folgen.
- Wir sind mit unserer aktuellen Allokation vorerst zufrieden und beabsichtigen für diesen Monat keine Änderungen.

#### Monatsrückblick

Das englische Sprichwort «April showers bring May flowers» hat sich diesen Monat bewahrheitet. Nachdem der «Liberation Day» im April zu einem starken Einbruch an den Aktien- und Anleihenmärkten geführt hatte, waren die Entwicklungen für die Märkte im Mai wesentlich erfreulicher.

Am 8. Mai konnte US-Präsident Donald Trump seinen ersten «Mini-Deal» verkünden. Die USA erklärten sich bereit, die Einfuhrzölle auf 100'000 britische Autos zu senken und einige Stahl- und Aluminiumzölle zu streichen, während Grossbritannien dem Import von bis zu 13'000 Tonnen US-Rindfleisch zustimmte. Auf Nachfragen im Hinblick auf die Relevanz seines «grossartigen Deals» meinte Trump, dies sei ein «Maximal-Deal», der künftig noch «grösser» werden würde. Ein noch deutlicherer Impuls kam wenige Tage später, als sich US-amerikanische und chinesische Delegierte zu hochrangigen Verhandlungen in Genf in der Schweiz trafen. Nach «offenen und konstruktiven» Handelsgesprächen einigten sich beide Parteien darauf, ihre gegenseitigen Einfuhrzölle für 90 Tage zu senken. Die USA senkten ihre Zölle auf chinesische Waren von 145% auf «lediglich» 30%, während China seine Zölle auf US-Waren von 125% auf «lediglich» 10% reduzierte. Auf die Frage, was nach Ablauf der 90-tägigen Konfliktpause geschehen werde, deutete US-Finanzminister Scott Bessent an, dass diese Frist verlängert werden könnte. Ausserdem meinte er: «Solange es gute Absichten, Engagement und einen konstruktiven Dialog gibt, (...) werden wir weitere Fortschritte erzielen.»

### Grafik 1: Einschätzungen des Investment Committee



Quelle: Vontobel, Stand: 22. Mai 2025.

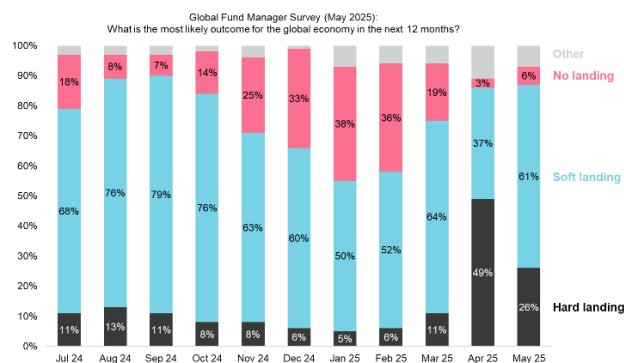
← = Herabstufung bei der letzten IC-Sitzung  
→ = Heraufstufung bei der letzten IC-Sitzung

Dies führte zu einer allgemeinen Erholung von Risikoanlagen. Der VIX-Index, auch bekannt als «Angstbarometer der Wall Street», fiel auf 20 Punkte (nach dem «Liberation Day» war er vorübergehend auf über 50 Punkte geklettert). Die massgeblichen US-Aktienindizes gewannen nach Bekanntgabe dieser Nachricht um 3% bis 4% hinzu und behielten diese positive Dynamik den ganzen Monat über bei, sodass sie ihre Verluste im Zusammenhang mit dem «Liberation Day» wieder aufholen konnten. Auch andere Aktienregionen profitierten hiervon. Der US-Dollar legte gegenüber dem Euro zu. Gold dagegen stand unter Druck: Nachdem es im April mit USD 3'500 pro Unze einen neuen historischen Höchststand erreicht hatte, fiel der Preis für das Edelmetall vorübergehend unter die Marke von USD 3'200.

Wirtschaftsexperten sahen sich veranlasst, angesichts der nachlassenden Handelsspannungen die Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA niedriger anzusetzen und ihre

Inflationsprognosen nach unten zu korrigieren. Wie schnell sich die Stimmung ändern kann, zeigte auch der Global Fund Manager Survey der Bank of America: Nachdem die Fondsmanager die Rezessionswahrscheinlichkeit im April auf fast 50% angehoben hatten, sank diese im Mai wieder auf 26% (Grafik 2).

**Grafik 2: Erneute Rezessionsängste infolge des «Liberation Day», aber der Pessimismus war von kurzer Dauer**



Quelle: Bank of America, Mai 2025 Umfrage.

Mehrere Veröffentlichungen zu makroökonomischen Daten wirkten sich ebenfalls leicht positiv auf die Risikobereitschaft aus. Die monatlichen Daten zum US-Arbeitsmarkt – ein wichtiger Anhaltspunkt für die US-Notenbank Fed – zeigten, dass US-Arbeitgeber im April 177'000 neue Arbeitsplätze (mehr als erwartet) geschaffen hatten, während die Arbeitslosenquote bei 4.2% verharrte. Andere Daten, etwa aus der Umfrage der Federal Reserve Bank of Philadelphia zum verarbeitenden Gewerbe, liessen einen Konjunkturanstieg, unterstützt durch eine verbesserte Auftragslage, vermuten. Unterdessen zeigte der Mitte Mai veröffentlichte Bericht zur Konsumentenpreis-inflation (gemessen am KPI) in den USA für April, dass der Gesamt-KPI aufgrund niedrigerer Energie- und Lebensmittelpreise im Vergleich zum Vorjahr von 2.4% auf 2.3% zurückgegangen war.

Im weiteren Verlauf des Berichtsmonats legte sich die anfängliche Euphorie etwas, als die Ratingagentur Moody's die Bonität der USA von «Aaa» auf «Aa1» herabstufte. Als Begründungen führte sie Bedenken hinsichtlich der wachsenden Staatsverschuldung und die steigenden Kosten für den Schuldendienst an. Moody's ist die letzte der drei grossen Ratingagenturen, die diesen Schritt unternommen hat: S&P stufte die USA bereits 2011 herab, Fitch 2023. Dies dürfte auch erklären, weshalb die Aktienmärkte diese Nachricht weitgehend ignorierten. Allerdings verstärkte die Bonitätsherabstufung die Bedenken der Anleger hinsichtlich des fiskalpolitischen Kurses des Landes und liess die langfristigen Renditen in den USA ansteigen (die Renditen von Anleihen entwickeln sich invers zu ihren Kursen, Grafik 3).

**Grafik 3: Renditen von US-Staatsanleihen sind angesichts wachsender fiskalischer Bedenken leicht gestiegen.**



Quelle: LSEG, Vontobel, Stand: 21. Mai 2025. Y = Jahre

Vor diesem Hintergrund scheinen die geldpolitischen Entscheidungsträger es vorzuziehen, eine abwartende Haltung einzunehmen. Der Präsident der Federal Reserve Bank von Atlanta, Raphael Bostic, warnte kürzlich: «Ein Grossteil der Auswirkungen der Zölle ist bislang noch nicht in den Zahlen zu sehen, denn als Reaktion darauf wurden viele Aufträge vorgezogen, Lagerbestände aufgestockt etc. Und wir hören von immer mehr Unternehmen, dass diese Strategien (...) allmählich auslaufen». Bostic fügte hinzu, dass er für 2025 nur von einer einzigen Zinssenkung um 25 Basispunkte ausgehe. Seine Kollegin Beth Hammack äusserte sich ähnlich vorsichtig und meinte, die «beste Massnahme» der Fed bestünde darin, „abzuwarten und die Daten sehr sorgfältig in Augenschein zu nehmen (...) und zu sehen, wie sich alles zusammenfügt». Laut FedWatch Tool von CME preisen die Märkte derzeit nur eine Wahrscheinlichkeit von 5% ein, dass die Fed auf ihrer Sitzung am 18. Juni die Zinsen senken wird. Aktuell liegt die Federal Funds Rate, der Leitzins der Fed, bei 4.25% bis 4.50%.

Auf der anderen Seite des grossen Teichs nehmen Wachstums- und Inflationsdaten eine andere Entwicklung. Daher ergreifen die dortigen geldpolitischen Entscheidungsträger auch etwas andere Massnahmen. In der Eurozone hat die Europäische Kommission ihre Prognose für das Bruttoinlandsprodukt 2025 auf 1.1% gesenkt. Im November war sie noch von 1.5% ausgegangen. Unterdessen lag die Gesamtinflation im April mit 2.2% über den Erwartungen, was die Aufgabe der Europäischen Zentralbank (EZB) erschwert. Einige EZB-Mitglieder, wie beispielsweise EZB-Ratsmitglied Madis Müller, sind der Meinung, dass die EZB bei weiteren Zinssenkungen Vorsicht walten lassen sollte. Andere wiederum, wie Pierre Wunsch, ehemals ein Verfechter einer restriktiven Geldpolitik, sind der Ansicht, dass Trumps «Liberation Day» Abwärtsrisiken für die Inflation in der Eurozone mit sich bringt. Er sei daher «nicht schockiert» über die aggressiven Zinssenkungserwartungen an den Märkten (derzeit wird eine Wahrscheinlichkeit von 90% für eine weitere Zinssenkung der EZB im Juni eingepreist). Laut Wunsch könnte die EZB sogar gezwungen sein, die Zinsen auf unter 2% zu senken. Aktuell liegt der Einlagensatz der EZB bei 2.25%.

In der Schweiz scheinen die geldpolitischen Entscheidungsträger momentan nur eine Zinsrichtung zu kennen: nach unten. Nachdem die Inflationsrate der Schweiz im April in erster Linie wegen des starken Schweizer Frankens auf 0% zurückgegangen war, betonte Martin Schlegel, Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB), dass die Preisstabilität für die SNB oberste Priorität habe (die SNB strebt eine Inflationsrate zwischen 0% und 2% an). Während die SNB eigentlich keine Negativzinsen «mag», ist sie durchaus «bereit, die Wiedereinführung eines Nullzins oder sogar einer Negativzinspolitik in Betracht zu ziehen». Der Leitzins der SNB liegt derzeit bei 0.25%. Die nächste SNB-Sitzung steht am 19. Juni an.

### Unsere Einschätzung der Lage

Die makroökonomischen Aussichten sind ohne Zweifel äusserst ungewiss. Während sich die sogenannten «weichen Daten» (z. B. Umfragen zum Konsum- oder Geschäftsklima) deutlich eingetrübt haben, bleiben die «harten Daten» (z. B. der US-Arbeitsmarkt) entweder stabil oder sie sind stark verzerrt (etwa das US-BIP für das erste Quartal, das durch massive Importe der Unternehmen verzerrt wurde). Wichtig ist jetzt, dass diese Unsicherheit abnimmt, da ansonsten auf die schwachen weichen Daten schwache harte Daten folgen könnten.

Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass wir in Sachen Handelsunsicherheit das Schlimmste hinter uns haben. Das bedeutet nicht, dass wir es künftig nicht mit dem einen oder anderen Tweet zu tun bekommen werden, der die internationalen Finanzmärkte auf den Kopf stellt, aber die schlimmsten Schlagzeilen zum Handelskrieg dürften wir wohl hinter uns haben.

Warum ist das so? Die Monate April und Mai haben einmal mehr verdeutlicht, dass Trumps politische Massnahmen auf zahlreiche Hindernisse stossen. Dies wurde nicht nur durch die Kurseinbrüche an den Aktienmärkten deutlich, sondern auch durch die Verkaufswelle am Staatsanleihenmarkt. Ausserdem scheint das Ausland bessere «Karten» zu haben als von Donald Trump ursprünglich angenommen. Der japanische Finanzminister Katsunobu Kato scheint einen besonders starken «Trumpf» gegen Trump in der Hand zu halten (Grafik 4). Anfang Mai erwähnte er beiläufig, dass die japanischen Bestände an US-Staatsanleihen (Japan ist der grösste ausländische Gläubiger der USA) eine «Karte auf dem Tisch» in den laufenden Handelsgesprächen zwischen den USA und Japan seien. Sollten Japan oder andere ausländische Investoren damit beginnen, in grossem Stil US-Staatsanleihen zu verkaufen, würde dies wahrscheinlich zu steigenden US-Zinsen führen. Obwohl Kato diese Äusserung inzwischen heruntergespielt hat, markierte allein die Erwähnung dieser «Karte» in seiner Hand eine bemerkenswerte Veränderung in der Kommunikation aus Japan.

### Grafik 4: Die übrige Welt hat bessere Karten in der Hand als von Trump angenommen (Drohung, US-Staatsanleihen als «Waffe» einzusetzen?)



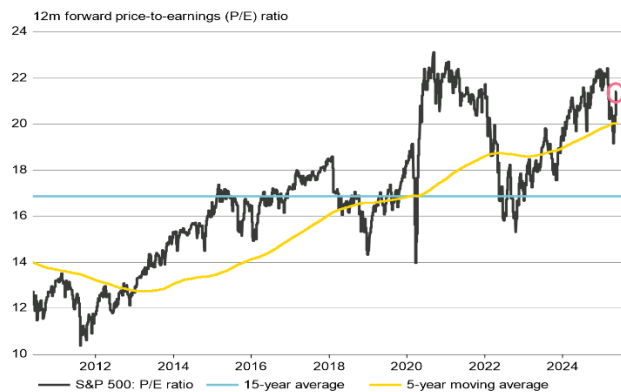
Quelle: LSEG, Vontobel, Stand: 21 Mai 2025.

### Wir bekräftigen unsere aktuelle Allokation

Wir fühlen uns mit unserer aktuellen Positionierung wohl. Die positiven Nachrichten zum Handel, darunter Zollsenkungen, welche über die Markterwartungen hinausgingen, haben zu einer deutlichen Erholung der globalen Aktienmärkte beigetragen, die nun wieder fast die Höchststände vom Jahresbeginn erreicht haben. Europäische Aktien haben ebenfalls wieder an Dynamik zugelegt, zusätzlich beflügelt durch Erwartungen an fiskalpolitische Anreize und Hoffnungen auf einen Waffenstillstand zwischen Russland und der Ukraine. Während die Rezessionsängste nachgelassen haben, bestehen jedoch weiterhin Risiken in Bezug auf Zölle und das US-Defizit bei bereits wieder hohen Bewertungen an den Märkten (Grafik 5). Dies macht die Märkte anfällig für neue Rückschläge, während die insgesamt geringe Prognosesicherheit weiterhin für eine vorsichtige Risikoneigung spricht. Aus diesem Grund bleiben wir US-Aktien gegenüber neutral, nachdem wir unser Engagement in US-Aktien Anfang April verringert hatten.

Die anhaltenden politischen Unwägbarkeiten, hohe Bewertungen und die abwartende Haltung der Fed sowie deren Auswirkungen auf die Wirtschaft haben den Ausblick auf eine Outperformance von US-Aktien eingetrübt. Wir bleiben seit unserer Hochstufung im Februar weiterhin in Aktien aus Schwellenländern übergewichtet positioniert. Chinas KI-Modell DeepSeek hat verdeutlicht, dass Innovationen auch ausserhalb der USA stattfinden können. Anleger, die ihr Engagement in US-Vermögenswerten reduzieren, könnten im Verbund mit einem schwächeren US-Dollar ebenfalls Impulse für höhere Aktienrenditen in Schwellenländern setzen.

### Grafik 5: Aktienbewertungen in den USA wieder auf historisch hohen Niveaus



Quelle: LSEG, Vontobel, Stand: 21 Mai 2025.

Wir bleiben bei unserer negativen Einschätzung für das Anleiensegment. Die Renditen von US-Anleihen haben es weiterhin mit einem komplexen Umfeld zu tun, da sich die Anleger wieder um die Tragfähigkeit der Finanzen und Schulden der USA Sorgen machen. Als Reaktion darauf legten die Renditen auf Staatsanleihen zu, wobei Titel mit längeren Laufzeiten die steilsten Renditeanstiege verzeichneten. Auch wenn die Attraktivität von US-Staatsanleihen als «sicherer Hafen» Schaden genommen hat, gehen wir weiterhin davon aus, dass diese Papiere aus fundamentaler Sicht ungebrochen Unterstützung erfahren werden (zumal es an glaubwürdigen Alternativen für diesen tiefen und liquiden Markt an Staatsanleihen und die Rolle des US-Dollars als globale Reservewährung mangelt). Wir halten an unserer Untergewichtung von Unternehmensanleihen mit Investmentgrade fest. Nachdem sich die Renditeabstände aufgrund positiver Handelsnachrichten wieder verengt haben, bieten die Renditen angesichts der erhöhten Risiken und der Marktvolatilität verglichen mit den historischen Niveaus keine ausreichende Kompensation mehr. Das Gleiche gilt für Hochzinsanleihen, in denen wir ebenfalls untergewichtet bleiben. Wir bleiben bei Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern neutral positioniert.

Ferner behalten wir unsere neutrale Einschätzung zu alternativen Anlagen und unsere positive Einstellung in Bezug auf Liquidität bei.

#### Die nächste Ausgabe des «Investors' Outlook» erscheint anfangs Juni

Eine detailliertere Darstellung unserer aktuellen Positionierung, die unsere Ansichten zu allen Anlageklassen umfasst, finden Sie in unserer nächsten Ausgabe der Publikation «Investors' Outlook».

**Publikation abbestellen:** Sie können diese Publikation jederzeit abbestellen. Bitte schicken Sie uns eine E-Mail.

**Rechtliche Hinweise:** Diese Publikation entspricht Marketingmaterial gemäss Art. 68 des Schweizer FIDLEG und dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Zu den genannten Finanzprodukten stellen wir Ihnen gerne jederzeit und kostenlos weitere Unterlagen wie beispielsweise das Basisinformationsblatt oder den Prospekt zur Verfügung.

Dieses Dokument wird nicht an natürliche oder juristische Personen verschickt oder an ihrem Wohnort ausgehändigt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die Bank Vontobel AG, oder die Bank Vontobel Europe AG, die entsprechenden Registrierungs- oder Zulassungspflichten nicht erfüllt. Insbesondere darf diese Broschüre nicht an US Personen oder in den USA verteilt oder weitergegeben werden.

Die Bewertungen basieren auf dem Research von Analysten, die eine detaillierte Prognose der zukünftigen Cashflows eines Unternehmens vornehmen. Dabei werden branchen- und unternehmensspezifische Faktoren miteinbezogen. Die Gewinn- und Verlustrechnung, die Bilanz und die Schätzungen zur Investitionstätigkeit des betreffenden Unternehmens werden dann in Systeme für die Modellierung der diskontierten Zahlungsströme (DCF) eingegeben.

Das vorliegende Dokument dient nur zu Informationszwecken. Es ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse oder einer Marktuntersuchung. Es unterliegt folglich nicht den von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse», sowie den Vorgaben der EU-Marktmisbrauchsverordnung. Dieses Dokument stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Abschluss einer anderen Transaktion dar. Die hierin enthaltenen Angaben und Ansichten dienen ausschliesslich Informationszwecken und tragen keinen individuellen Anlagezielen, Finanzverhältnissen oder Bedürfnissen Rechnung. Die in diesem Dokument enthaltenen Prognosen, Bewertungen, Preise und dergleichen sind stichtagbezogen und beruhen auf banküblichen Informationsquellen, sind indikativ und geben die jeweilige und unverbindliche Einschätzung der verfassenden Stelle zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder. Entsprechend können sich diese ohne vorherige Ankündigung ändern und sind für die Bank Vontobel AG unverbindlich. Zudem können die Dienstleistungen und Produkte nach Anleger und/oder aufgrund rechtlicher Einschränkungen unterschiedlich ausgestaltet sein und/oder Verkaufsrestriktionen unterliegen. Bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird, sollte der Anleger eine individuelle Beratung zu seiner persönlichen Situation in Anspruch nehmen. Wir empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in diesem Dokument erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher - einschliesslich steuertechnischer - Auswirkungen zu konsultieren. Potenzielle Anleger sollten sich bewusst sein, dass die vergangene Performance nicht zwingend einen Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung liefert. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen Wechselkursschwankungen. Bei Illiquidität des Markts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesen Gründen ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Eine Haftung der Bank Vontobel AG, oder der Bank Vontobel Europe AG, für eine bestimmte Vermögensentwicklung, insbesondere auch das Erleiden eines Verlustes oder das Erreichen einer bestimmten Rendite der Anlagen des Anlegers, die auf Basis dieser Präsentation getätigt werden, ist deshalb ausgeschlossen. Obwohl Vontobel der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Soweit die geltenden gesetzlichen und/oder aufsichtsrechtlichen Bestimmungen es erlauben, kann sich die Bank Vontobel AG an Finanztransaktionen des oder der Wertpapieremittenten, die in diesem Dokument genannt werden, beteiligen oder in deren Wertpapiere investieren, für diese Emittenten Dienstleistungen erbringen oder bei diesen um Aufträge werben und/oder Positionen in deren Wertpapieren, Optionen auf diese Wertpapiere oder damit verbundenen Anlagen halten, andere materielle Interessen daran haben oder Transaktionen damit durchführen. Die Bank Vontobel AG kann im Rahmen der geltenden gesetzlichen und/oder aufsichtsrechtlichen Bestimmungen die in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Investmentvorschläge noch vor deren Bekanntgabe an den Kunden nutzen und entsprechend tätig werden. Die Bank Vontobel AG hat unter Umständen in Verbindung mit einer Wertpapieremission für einen oder alle in dieser Präsentation genannten Emittenten als Manager oder Co-Manager fungiert oder unterhält derzeit eventuell einen Primärmarkt für diese Emissionen, erbringt möglicherweise in Verbindung mit der betreffenden Transaktion oder einer damit verbundenen Investition wesentliche Beratungs- und Investmentdienstleistungen oder hat solche Dienstleistungen in den vergangenen zwölf Monaten erbracht.

Einzelheiten dazu, wie wir mit Ihren Daten umgehen, finden Sie in unserer aktuellen Datenschutzrichtlinie ([vontobel.com/privacy-policy](http://vontobel.com/privacy-policy)) sowie auf unserer Website zum Datenschutz ([vontobel.com/gdpr](http://vontobel.com/gdpr)). Sofern Sie gerne eine physische Version der Privacy Policy von uns erhalten möchten, wenden Sie sich bitte an folgende E-Mail-Adresse: [privateclients@vontobel.com](mailto:privateclients@vontobel.com).

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zürich  
Schweiz  
[vontobel.com](http://vontobel.com)