

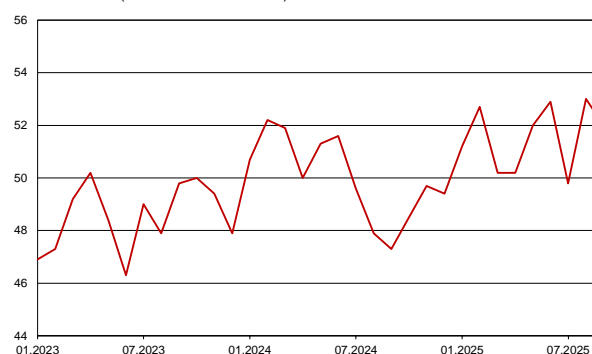
# Bericht über das 3. Quartal 2025

## Wirtschaftliches Umfeld

Die globale wirtschaftliche Entwicklung im dritten Quartal war geprägt von handelspolitischen Unsicherheiten. Das US-Wachstum hat sich im zweiten Halbjahr 2025 auf niedrigem Niveau stabilisiert. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) deutet auf eine robuste Entwicklung der US-Wirtschaft im dritten Quartal hin. Besonders hervorzuheben ist die Beschleunigung im verarbeitenden Gewerbe, wo sich der PMI im Verlauf des dritten Quartals wieder über die Wachstumsschwelle von 50 verbesserte, während der Index für den Dienstleistungssektor konstant im Expansionsbereich verharrte. Aktienboom und günstige Finanzierung stützten Konsum und Investitionen. Der Immobilienmarkt blieb wegen hoher Hypothekenzinsen schwach. Die Inflation zog an, getrieben von Konsumgüterpreisen und Zöllen. In der Eurozone zeigte sich die Industrieproduktion zu Beginn des dritten Quartals widerstandsfähig gegenüber dem US-Zollschock. Frühindikatoren wie die der PMI bestätigen die robuste Lage, auch wenn der Industrie-PMI im September knapp unter 50 fiel. Der europäische Dienstleistungssektor bleibt stärker und trieb den PMI für die Gesamtwirtschaft auf den höchsten Stand seit Mai 2024. Die wirtschaftliche Dynamik wurde durch eine expansive Fiskalpolitik und weiterhin robuste interne Nachfrage gestützt, während externe Risiken wie die US-Zölle weiterhin als Belastungsfaktoren galten. Die Inflation in der Eurozone hat sich am Inflationsziel von 2% eingependelt. Die deutsche Wirtschaft zeigte sich im dritten Quartal robust, aber nicht dynamisch. Im Fokus stand die angekündigte fiskalische Expansion. Die Konjunktur blieb jedoch durch schwache Nachfrage und Unsicherheit belastet, die besonders Exporte und Industrie negativ beeinflusste. In Frankreich belasteten auch im dritten Quartal die politische Unsicherheit sowie die hohe Staatsverschuldung die wirtschaftliche Dynamik. Seit der französische Präsident Macron das Parlament im Sommer 2024 aufgelöst hat, ist das Land politisch gelähmt, was einem moderaten konjunkturellen Aufschwung in die Quere kommt. Die Banque de France rechnet für das dritte Quartal 2025 unverändert mit einer Wachstumsrate von 0.3%

gegenüber dem Vorquartal. Nach dem stärkeren als erwarteten Wachstum im zweiten Quartal hat sich die britische Wirtschaft wie erwartet zu Beginn des dritten Quartals etwas abgekühlt. Das monatliche BIP-Wachstum für Juli zeigt eine Stagnation, allerdings nach einem starken Wachstum im Vormonat. Auch im August zeigte sich eine robuste Konsumnachfrage. Währenddessen schwächt sich der Arbeitsmarkt langsam, aber stetig ab. Jedoch verzeichnete die Konsumentenstimmung im September einen Rückgang. Die Schweizer Wirtschaft wurde von den überraschend hohen US-Handelszöllen von 39% getroffen, die am 1. August in Kraft traten. Um die Zölle zu umgehen, wurden langlebige Güter wie Uhren vorzeitig exportiert – entsprechend sanken die Schweizer Ausfuhren im August, nachdem sie zu Beginn des dritten Quartals angestiegen waren. Der Arbeitsmarkt trübt sich ein. Stützend wirkten ein Reallohnanstieg von rund 2% sowie die weiterhin lockere Geldpolitik, von der besonders die Bauwirtschaft profitierte. Die jüngsten Konjunkturdaten aus China fielen enttäuschend aus. Neben der anhaltenden Immobilienkrise belastete auch eine neue Regierungskampagne die wirtschaftliche Dynamik. Mit der sogenannten "Anti-Involution"-Initiative will Peking Überkapazitäten abbauen und den ruinösen Wettbewerb eindämmen. Ziel ist es, den Preisverfall zu stoppen und die Gewinnmargen der Unternehmen zu stabilisieren.

### USA Einkaufsmanagerindex (PMI), verarbeitendes Gewerbe (Quelle: Macrobond)



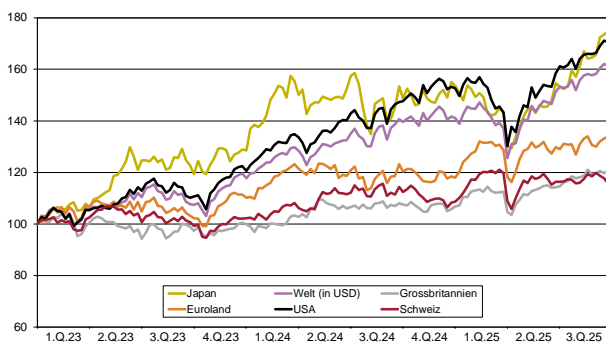
# Entwicklung der Finanzmärkte

## Aktien

Wegen der KI-Euphorie und der ersten Fed-Zinssenkung legte der US-Markt im dritten Quartal zu, KI-Aktien zogen stark an. Die Bewertung des US-Aktienmarkts liegt gemäss einigen Kennzahlen auf (z. B. Kurs-Umsatz-Verhältnis) oder nahe einem Allzeithoch (Shiller-KGV). Bei europäischen Aktien bot sich ein gemischtes Bild, wegen des sehr geringen KI-Exposure legten sie weniger zu als US-Aktien. Trotz des KI-Booms haben sich europäische Aktien 2025 etwas besser als der US-Markt entwickelt. Britische Aktien schlugen Eurozone-Aktien leicht. Der Schweizer Markt sank im September wegen der schwachen Performance einiger Indexschwergewichte und des fehlenden KI-Exposure etwas.

Aktienmärkte*	31.12.24	30.09.25	YTD	Q3
Schweiz (SPI)	15 472	16 749	8,2%	1,3%
USA (S&P 500)	5 882	6 688	13,7%	7,8%
Euroland (MSCI)	1 571	1 788	13,9%	4,3%
GB (FTSE 100)	8 173	9 350	14,4%	6,7%
Japan (Nikkei 225)	39 895	44 933	12,6%	11,0%
Welt (MSCI in USD)	3 708	4 307	16,2%	7,0%

\* in Lokalwährung

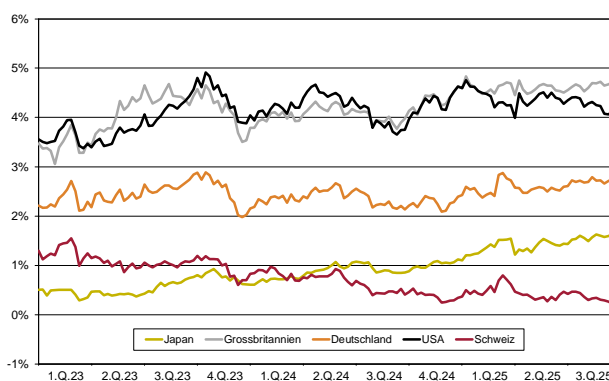


## Zinsen

Die USD-Kreditspannen im Investment-Grade- (IG) und im High-Yield-Segment (HY) verengten sich auf Allzeittiefs. Die Zinsen stiegen, aber die Differenz zwischen den Renditen zwei- und zehnjähriger US-Treasuries (2s10s-Kurve) flachte ab Mitte Juli ab. Im September sanken die US-Staatsanleiherenditen entlang der Kurve. Da tiefere Zinsen Risikoanlagen stützen, verengten sich die Spreads in IG und HY. Nach dem US-Handelsabkommen verengten sich die EUR-Kreditspannen im Juli und September. In der Schweiz waren IG-Kreditspannen im Juli stabil, Anleiherenditen sanken über alle Laufzeiten leicht. Im September blieben IG-Spreads stabil und die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen sank.

	Geldmärkte		Kapitalmärkte	
	3 Monats-Liborsätze		10-jährige Staatsanleihen	
	31.12.24	30.09.25	31.12.24	30.09.25

Schweiz	0,37%	-0,05%	0,33%	0,22%
USA	4,40%	3,91%	4,57%	4,15%
Deutschland	2,71%	2,06%	2,64%	2,71%
Grossbritannien	4,60%	3,97%	4,57%	4,70%
Japan	0,62%	0,55%	1,09%	1,64%

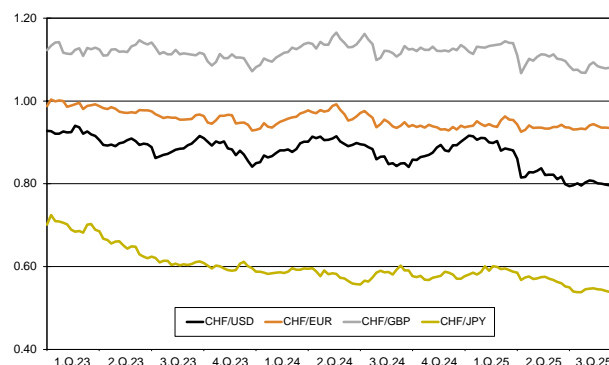


Rendite 10-jährige Staatsanleihen

## Währungen

Im Juli wertete der USD auf, weil das Fed bei soliden US-Wirtschaftsdaten und einem unsicheren Ausblick abwartete. Im September schwächte sich der USD zwar vs. EUR und CHF weiter ab, legte aber vs. JPY und GBP zu. Im Juli wertete der EUR vs. USD deutlich ab und verlor gegenüber anderen europäischen Währungen leicht. Und im September legte der EUR zwar vs. USD und GBP zu, wertete aber vs. andere europäische Währungen wie CHF und NOK leicht ab. Das GBP setzte seinen Abwertungstrend im Juli gegenüber dem EUR fort, erholte sich aber gegen Monatsende. Nach guter Performance im August verlor GBP/USD im September an Boden. Der CHF wertete vs. den EUR im Juli und September leicht auf.

Devisenmärkte	31.12.24	30.09.25	YTD	Q3
CHF/USD	0.91	0.80	-12,2%	0,0%
CHF/EUR	0.94	0.93	-0,4%	0,1%
CHF/GBP	1.13	1.07	-5,6%	-1,8%
CHF/JPY	0.58	0.54	-6,6%	-2,2%



## Performance und Anlagepolitik der aktiven Anlagegruppen

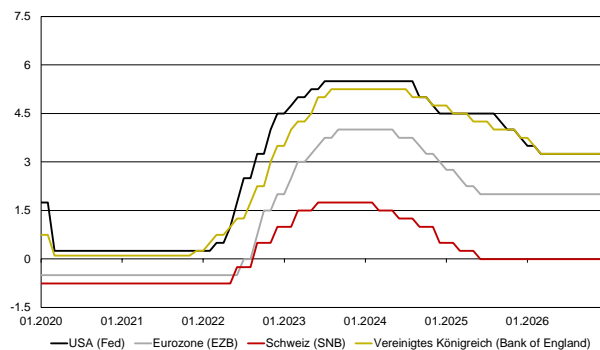
Performance	Q3	YTD	2024	Anlagepolitik	Auswirkung auf die Relative Performance
<b>Obligationen CHF</b>					
Obligationen CHF Inland PM	1,3%	0,6%	5,8%	• Titelselektion	→ positiv
SBI Domestic AAA - BBB TR	1,3%	0,5%	5,5%	• Kreditrisikoübergewichtung	→ negativ
Obligationen CHF Ausland PM	0,7%	1,2%	5,1%	• Allokationseffekte und Einzeltitelauswahl	→ positiv
SBI Foreign AAA - BBB TR	0,5%	0,9%	4,9%	• Kreditrisikoübergewichtung	→ negativ
<b>Obligationen Global (CHF hedged)</b>					
Obl. Global Aggregate PM (CHF hedged)	0,0%	0,3%	-1,9%	• Untergewicht von Staatsanleihen	→ positiv
Bloomberg Global Aggregate ex Securitized ex CNY TR (CHF hedged)	0,0%	0,6%	-1,8%	• lange Duration in USD / NZD	→ positiv
Obl. Global Staaten+ PM (CHF hedged)	-0,5%	-0,4%	-1,8%	• Durationpositionierung EUR / NZD	→ positiv
Bloomberg Global Aggregate Treasuries ex CH (CHF hedged)	-0,5%	-0,4%	-1,4%	• Kurze Duration kleinere Währungsräume • Short Soft Core / Long Peripherie	→ negativ → positiv
Obl. Global Unternehmen Short Term PM (CHF hedged)	0,3%	1,3%	1,6%	• Titelselektion	→ positiv
Bloomberg Global Aggregate Corporates 1-3 Jahre TR (CHF hedged)	0,2%	1,2%	1,4%	• FX Hedging • Übergewicht Kreditrisiko	→ positiv → positiv
Obl. Global Unternehmen PM (CHF hedged)	1,1%	2,4%	0,0%	• Sektorallokation	→ positiv
Bloomberg Global Aggregate Corporates TR (CHF hedged)	1,0%	2,7%	-0,8%	• Durationpositionierung EUR / USD • FX Hedging	→ negativ → positiv
Obl. EMMA Short Term PM (CHF hedged)	0,8%	2,5%	1,3%	• ÜG Duration und Zinskurvenpositionierung • Höherer "Carry" • Übergewicht Kreditrisiko	→ positiv → positiv → positiv
Obl. EMMA Unternehmen PM (CHF hedged)	1,9%	3,9%	0,3%	• Länderallokation und Kreditelektion • Duration	→ negativ → negativ
JP Morgan CEMBI Broad Diversified IG Index (CHF Hedged)	1,8%	3,8%	0,6%	• Übergewicht Kreditrisiko und Pricing	→ positiv
<b>Immobilien Schweiz</b>					
Immobilien Schweiz ESG	1,6%	4,9%	4,0%	Die Anlagepolitik wird im Rahmen des Jahresberichtes per 30.09. kommentiert	
Immo. Schweiz Alter und Gesundheit ESG	1,7%	4,5%	4,0%		
Geschäftsimmobilien Schweiz ESG	2,0%	3,5%	3,8%		
KGAST Immo-Index	1,0%	3,0%	3,8%		
<b>Aktien Schweiz</b>					
Aktien Schweiz PM	0,9%	7,4%	5,9%	Der Core-Teil des Portfolios mit rund 80% wird indiziert verwaltet. Der Satellite-Teil des Portfolios von rund 20% wird aktiv im Bereich Small und Mid Cap investiert.	
Swiss Performance Index	1,3%	8,2%	6,2%		
Aktien Schweiz Small & Mid Caps PM	-1,8%	7,0%	3,5%	• ÜG Implemia u. Interroll, UG Swiss Prime Site	→ positiv
Swiss Performance Index Extra	-0,2%	10,3%	3,8%	• ÜG SIG, Aryzta u. Comet, UG Huber+Suhner	→ negativ
Aktien Schweiz Protect Flex PM	0,6%	6,0%	5,0%	• Keine ÜG/UG	→ neutral
ÜG = Übergewicht / UG = Untergewicht					
<b>Aktien Global</b>					
Aktien Global Protect Flex PM (CHF hedged)	4,5%	9,2%	14,1%	• Keine ÜG/UG	→ neutral
ÜG = Übergewicht / UG = Untergewicht					
<b>Gemischte Anlagegruppen</b>					
BVG-Mix 15	1,4%	2,0%	3,7%	• Übergewicht Aktien	→ positiv
Customized Benchmark	1,2%	2,0%	3,9%	• Selektion Aktien Global (ÜG EM)	→ positiv
BVG-Mix 25	1,8%	2,6%	5,0%	• Selektion Aktien Schweiz	→ negativ
Customized Benchmark	1,6%	2,8%	5,4%	• Selektion Immobilien Schweiz	→ positiv
BVG-Mix 35	2,2%	3,2%	6,1%	• Selektion Alternative Anlagen	→ positiv
Customized Benchmark	2,1%	3,4%	6,6%		
BVG-Mix 45	2,6%	3,8%	7,2%		
Customized Benchmark	2,5%	4,1%	7,9%		
BVG-Mix 75	3,8%	5,5%	10,6%		
Customized Benchmark	3,7%	5,9%	11,5%		

## Ausblick

Die handelspolitische Situation und das geopolitische Umfeld belassen die aktuelle wirtschaftliche Lage unberechenbar und stellen ein grosses makroökonomische Risiko dar. In den USA sind im Oktober und Dezember dieses Jahres sowie 2026 zwei weitere Zinssenkungen durch die US-Notenbank Fed zu erwarten, welche den US-Leitzins (Untergrenze) auf 3% senken dürfte. In den Eurostaaten ist die Entwicklung der staatlichen Investitionen ungewiss: Verschlechterte Sicherheitslage und schwaches Wachstum würden eigentlich beträchtliche staatliche Investitionen erfordern. Gleichzeitig sind die Primärdefizite in vielen europäischen Ländern nicht nachhaltig und die durchschnittliche Schuldenlast sehr hoch. Deutschland dürfte expansiver werden, während Spanien und Italien ihre Staatsfinanzen konsolidieren. Frankreich ist politisch blockiert, dürfte sich wohl dennoch zu einer gewissen Konsolidierung des grossen Defizits durchringen. Die Gesamtinflation in Europa liegt beim Zielwert und dürfte sich kaum bewegen über die kommenden Monate. Für 2025 und 2026 sind weiterhin keine weiteren Zinssenkungen der EZB zu erwarten. Die Schweiz hat an der Zollfront bisher keine Verhandlungserfolge erzielt. Der Industriestandort Schweiz bleibt weiter von der Zollscheren gegenüber der Konkurrenz aus Europa oder Japan betroffen.

### Leitzinsen der Zentralbanken und Erwartung Swiss Life Asset Managers bis Ende 2026

(Quelle: Macrobond)



## Impressum

Verfasser: Swiss Life Asset Management AG  
 Herausgeber: Anlagestiftung Swiss Life  
 Postfach, 8022 Zürich  
 Telefon 043 547 71 11  
 anlagestiftung@swisslife-am.com  
 www.swisslife.ch/anlagestiftung

## Trends an den Finanzmärkten

Erwartungen von Swiss Life Asset Managers für die nächsten drei Monate

↑ Anstieg ↓ Rückgang → Stabil  
 ▲ positive Veränderung gegenüber letzter Einschätzung  
 ▼ negative Veränderung gegenüber letzter Einschätzung  
 = keine Veränderung gegenüber letzter Einschätzung

	Aktien		Zinsen (10 Jahre)	
	Trend	Veränderung	Trend	Veränderung
Schweiz	↑	=	→	▲
USA	↑	=	↓	=
Deutschland	↑	=	→	▲
Grossbritannien	↑	=	→	▲
Japan	↑	=	→	▲

Währungen	Trend	Veränderung
CHF/USD	↓	▼
CHF/EUR	→	=
CHF/GBP	↓	▼
CHF/JPY	→	=

## Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

Anlageklasse	Aktive Gewichtung
Globale Staatsanleihen	Übergewichtung
Globale Investment Grade Unternehmensanleihen	Untergewichtung
Anleihen Emerging Markets	Untergewichtung
Globale Aktien	Übergewichtung

## Duration bei Obligationen

kurz: -  
 neutral: CHF, EUR, JPY  
 lang: USD, GBP

Dieser Quartalsbericht wurde mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Wir bieten jedoch keine Gewähr hinsichtlich dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnen jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Dieses Dokument enthält „zukunftsgerichtete Aussagen“, welche unsere Einschätzung und unsere Erwartungen zu einem bestimmten Zeitpunkt ausdrücken. Dabei können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere Einflussfaktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Historische Renditeangaben stellen keinen Indikator für die laufende und zukünftige Entwicklung dar. Der Kreis der Anleger der Anlagestiftung ist auf Einrichtungen der 2. Säule und der Säule 3a sowie sonstige steuerbefreite Einrichtungen mit Sitz in der Schweiz, die ihrem Zweck nach der beruflichen Vorsorge dienen, beschränkt.

Zürich, im Oktober 2025