

Bericht über das 4. Quartal 2025

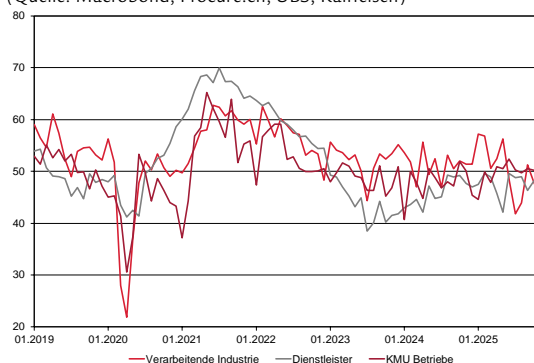
Wirtschaftliches Umfeld

Als wäre der Handelskrieg nicht genug, brachte der «Government Shutdown» in den USA eine zusätzliche wirtschaftspolitische Unsicherheit. Wegen des Shutdowns wurden mit Ausnahme der Inflation keine offiziellen Zahlen veröffentlicht, und das Datenbild wird aufgrund fehlender oder qualitativ schlechter Erhebungen und daraus folgender Probleme für die Saisonbereinigung noch einige Zeit verzerrt bleiben. Privat publizierte Daten zeigen nach wie vor ein Bild von solider Wirtschaftsaktivität – die Einkaufsmanagerindizes bewegen sich klar im Expansionsbereich – während der Arbeitsmarkt lahmt. In Europa verzeichnete der Industriesektor keine Anzeichen ernsthafter Schwäche, im Gegenteil. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Industriesektor verzeichnete im Oktober überraschend eine marginale Verbesserung auf 50 Punkte. Besonders erfreulich: Die Lage bei den neuen Aufträgen verbessert sich wieder. Auch der Dienstleistungssektor präsentiert sich weiterhin optimistisch. Hier stieg der PMI auf 52,6 Punkte im Oktober, getragen von einem deutlichen Anstieg in Deutschland. Im Fokus bleibt zudem die Fiskalpolitik: Die Abgeordneten des Europaparlaments in Strassburg nahmen im November den Haushalt 2026 in Höhe von rund 190 Milliarden Euro an. Für den Inflationsausblick bleibt der Arbeitsmarkt ein entscheidender Faktor. Zwar zeigte sich die Beschäftigungslage robust, doch mehren sich die Anzeichen für eine allmähliche Eintrübung. Die deutsche Wirtschaft bleibt im Herbst/Winter 2025 von schwacher Industriekonjunktur und Unsicherheit geprägt. Inländische Aufträge legten zwar zu, konnten aber die Schwäche im Exportsektor nicht aufwiegen. Mit dem Ende September verabschiedeten Budget hat die Regierung eine der grössten fiskalischen Expansionen seit Jahrzehnten eingeleitet. Besonders die Aufträge im Verteidigungssektor deuteten auf eine schnelle Expansion hin. Sie dürften europäische Anbieter und High-Tech-Sektoren stärken: eine positive Überraschung, welche den Multiplikatoreffekt erhöht. In Frankreich erwies sich der Privatsektor bei aller Unsicherheit um die Fiskalpolitik und die Zukunft der Rentenreform erstaunlich resilient. Zahlen zur Unternehmerstimmung und

zum Verbrauchervertrauen zeigten zu Beginn des Schlussquartals 2025 eine Verbesserung an. Insbesondere die Bauwirtschaft profitierte weiter vom zyklischen Rückenwind in Form der vorangegangenen geldpolitischen Lockerung durch die EZB. Eine positive Tendenz zeichnet sich im Aussenhandel ab: Hier hat sich gemäss Umfrage unter den Einkaufsverantwortlichen aus der Industrie der Auftragseingang aus dem Ausland stabilisiert. In der Schweiz lastete weiterhin die Unsicherheit um die US-Zölle auf weiten Teilen der Exportwirtschaft. Gemäss Berichten der Schweizerischen Nationalbank (SNB) gibt rund ein Fünftel der befragten Unternehmen an, davon betroffen zu sein. Diese Firmen stammen primär aus der Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM-Industrie) und der Uhrenindustrie. Eine separate Umfrage der Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich zeigte, dass die Industriefirmen zurückhaltend sind in der Bestellung von Vorprodukten. Die Signale aus der britischen Wirtschaft bleiben weiterhin gemischt. Der vorläufige Index für Oktober signalisierte eine verbesserte Stimmung zu Beginn des vierten Quartals – insbesondere im Industriesektor. Im November richtete sich der Fokus jedoch auf die Fiskalpolitik: Am 26. November 2025 stellte die Schatzkanzlerin Reeves das Herbstbudget vor. Sie kündigte dabei massive Steuererhöhungen an, um ein wachsendes Haushaltsloch zu schliessen. Der fiskalische Spielraum der Schatzkanzlerin beträgt lediglich GBP 9,9 Mrd., was ein historisch niedriger Wert ist.

Schweiz: Einkaufsmanagerindizes

(Quelle: Macrobond, Procure.ch, UBS, Raiffeisen)



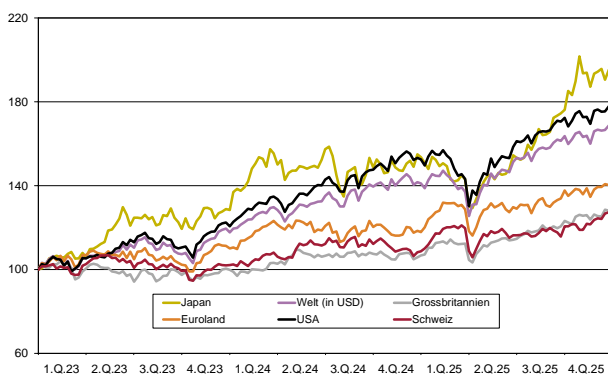
Entwicklung der Finanzmärkte

Aktien

Wegen der ersten Fed-Zinssenkung legte der US-Markt im vierten Quartal moderat zu. Für einmal waren KI-Aktien nicht die Kurstreiber, sondern Gesundheitsaktien. Der HealthCare-Sektor gewann 11,7%. In der Eurozone gewann der FTSE100 im letzten Quartal des Jahres 6,2%. Die Treiber unterschieden sich von den USA. In Europa dominierte eine Mischung aus Bewertungsaufholung, Zinspolitik und defensiven Sektoren. Die Industriewerte profitierten von einer sich aufhellenden europäischen Konjunktur. Der Schweizer Markt legte im Schlussquartal eine Rallye hin und gewann 8,8%. Pharma-Werte, Holcim und UBS sorgten für einen Teil dieser Performance. Dies hing auch mit nachlassenden Sorgen wegen der US-Zölle zusammen.

Aktienmärkte*	31.12.24	31.12.25	YTD	Q4
Schweiz (SPI)	15 472	18 219	17,8%	8,8%
USA (S&P 500)	5 882	6 846	16,4%	2,3%
Euroland (MSCI)	1 571	1 876	19,4%	4,9%
GB (FTSE 100)	8 173	9 931	21,5%	6,2%
Japan (Nikkei 225)	39 895	50 339	26,2%	12,0%
Welt (MSCI in USD)	3 708	4 430	19,5%	2,9%

* in Lokalwährung

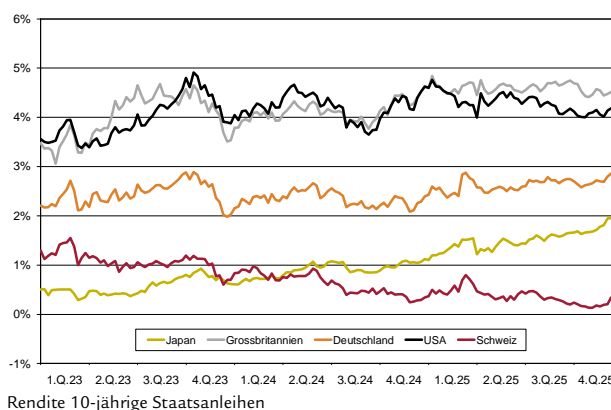


Zinsen

Renditen von US-Staatsanleihen gingen 2025 stark zurück, insbesondere am kurzen Ende, was die Kurve steiler werden liess. Die Kreditspannen verengten sich leicht, die tiefer bewerteten High-Yield-Tranchen (HY) hinkten hinterher. Wie erwartet senkte das Federal Reserve System (Fed) den Leitzins im Dezember. Anders als in den USA stiegen die Renditen auf Staatsanleihen in der Eurozone 2025 entlang der Kurve. Die Zinskurve wurde zwischen dem 2-Jahres und dem 10-Jahres-Punkt steiler. Die Kreditspannen bei Investment Grade (IG) und HY sanken deutlich. Die Europäische Zentralbank (EZB) beliess im Dezember den Finanzierungssatz bei 2,00%. Die Schweizer IG-Spreads stiegen 2025, während die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen leicht sanken.

	Geldmärkte		Kapitalmärkte	
	3 Monats-Liborsätze		10-jährige Staatsanleihen	
	31.12.24	31.12.25	31.12.24	31.12.25

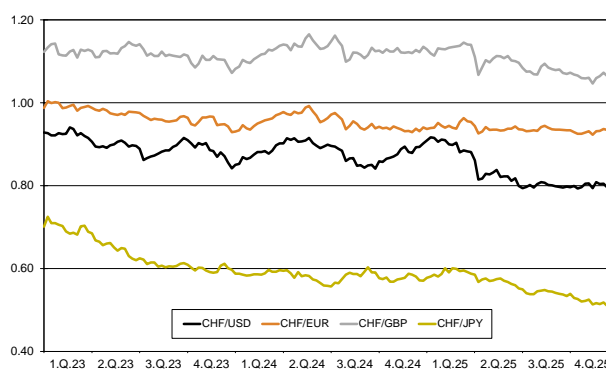
Schweiz	0,37%	-0,08%	0,33%	0,32%
USA	4,40%	3,52%	4,57%	4,17%
Deutschland	2,71%	2,03%	2,64%	2,86%
Grossbritannien	4,60%	3,72%	4,57%	4,48%
Japan	0,62%	0,71%	1,09%	2,06%



Währungen

Die Erwartungen, dass 2025 ein Jahr mit starker USD-Performance wird, wurden nicht erfüllt. Die Währung litt unter einer Vertrauenskrise, die sich jüngst etwas beruhigt hat. EUR/USD wertete 2025 auf, was aber primär auf die Schwäche des USD zurückzuführen war. Das GBP entwickelte sich vs. USD 2025 gut, trotz fiskalpolitischer Bedenken. Die Zinsdifferenzen (absolutes Carry) bleiben attraktiv und das Binnenwachstum relativ robust. EUR/CHF bewegte sich 2025 grösstenteils seitwärts. Der Status des CHF als sicherer Hafen bleibt unangetastet und die Zinsdifferenz vs. EUR dürfte stabil bleiben, da sowohl EZB und SNB 2026 ihre Leitzinsen voraussichtlich unverändert belassen dürften.

Devisenmärkte	31.12.24	31.12.25	YTD	Q4
CHF/USD	0.91	0.79	-12,6%	-0,4%
CHF/EUR	0.94	0.93	-0,8%	-0,5%
CHF/GBP	1.13	1.07	-6,1%	-0,5%
CHF/JPY	0.58	0.51	-12,3%	-6,2%



Performance und Anlagepolitik der aktiven Anlagegruppen

Performance	Q4	2025	2024	Anlagepolitik	Auswirkung auf die Relative Performance
-------------	----	------	------	---------------	---

Obligationen CHF

Obligationen CHF Inland PM	-0.8%	-0.2%	5,8%	• Titelselektion	→ positiv
SBI Domestic AAA - BBB TR	-0.7%	-0.2%	5,5%	• Kreditrisikoübergewichtung	→ negativ
Obligationen CHF Ausland PM	-0.4%	0.9%	5,1%	• Allokationseffekte und Einzeltitelauswahl	→ positiv
SBI Foreign AAA - BBB TR	-0.4%	0.5%	4,9%	• Kreditrisikoübergewichtung	→ negativ

Obligationen Global (CHF hedged)

Obl. Global Aggregate PM (CHF hedged)	-0,5%	-0,2%	-1,9%	• Untergewicht von Staatsanleihen	→ positiv
Bloomberg Global Aggregate ex Securitized ex CNY TR (CHF hedged)	-0,5%	0,1%	-1,8%	• Titelselektion	→ positiv
Obl. Global Staaten+ PM (CHF hedged)	-0,5%	-1,0%	-1,8%	• Durationpositionierung GBP / EUR	→ positiv
Bloomberg Global Aggregate Treasuries ex CH (CHF hedged)	-0,6%	-1,0%	-1,4%	• Kurze Duration kleinere Währungsräume • Long Peripherie	→ negativ → positiv
Obl. Global Unternehmen Short Term PM (CHF hedged)	0,1%	1,4%	1,6%	• Titelselektion	→ positiv
Bloomberg Global Aggregate Corporates 1-3 Jahre TR (CHF hedged)	0,0%	1,3%	1,4%	• Zinskurvenpositionierung • Übergewicht Kreditrisiko	→ positiv → positiv
Obl. Global Unternehmen PM (CHF hedged)	-0,2%	2,2%	0,0%	• Titelselektion	→ negativ
Bloomberg Global Aggregate Corporates TR (CHF hedged)	-0,2%	2,5%	-0,8%	• Durationpositionierung EUR / USD • Übergewicht Kreditrisiko	→ positiv → positiv
Obl. EMMA Short Term PM (CHF hedged)	0,0%	2,5%	1,3%	• ÜG Duration und Zinskurvenpositionierung • Höherer "Carry" • Übergewicht Kreditrisiko	→ positiv → positiv → positiv
Obl. EMMA Unternehmen PM (CHF hedged)	-0,1%	3,8%	0,3%	• Länderallokation und Kreditelektion	→ negativ
JP Morgan CEMBI Broad Diversified IG Index (CHF Hedged)	0,0%	3,8%	0,6%	• Duration • Übergewicht Kreditrisiko und Pricing	→ neutral → neutral

Immobilien Schweiz

Immobilien Schweiz ESG	0,8%	5,7%	4,0%	Die Anlagepolitik wird im Rahmen des Jahresberichtes per 30.09. kommentiert
Immo. Schweiz Alter und Gesundheit ESG	0,7%	5,2%	4,0%	
Geschäftsimmobilien Schweiz ESG	0,8%	4,3%	3,8%	
KGAST Immo-Index	1,0%	4,5%	3,8%	

Aktien Schweiz

Aktien Schweiz PM	8,8%	16,9%	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	8,8%	17,8%	6,2%		
Aktien Schweiz Small & Mid Caps PM	6,2%	13,6%	3,5%	• ÜG Implenla, SIG, Temenos, UG R&S Group • UG Galderma, Swiss Prime Site	
Swiss Performance Index Extra	6,0%	16,9%	3,8%		
Aktien Schweiz Protect Flex PM	7,0%	13,4%	5,0%	• Keine ÜG/UG	→ neutral

ÜG = Übergewicht / UG = Untergewicht

Aktien Global

Aktien Global Protect Flex PM (CHF hedged)	1,3%	10,5%	14,1%	• Keine ÜG/UG	→ neutral
--	------	-------	-------	---------------	-----------

ÜG = Übergewicht / UG = Untergewicht

Gemischte Anlagegruppen

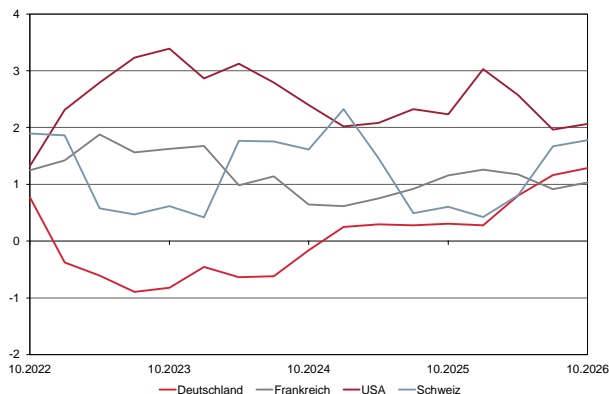
BVG-Mix 15	0,8%	2,8%	3,7%	• Übergewicht Aktien	→ positiv
Customized Benchmark	0,6%	2,7%	3,9%	• Selektion Aktien Global (ÜG EM)	→ positiv
BVG-Mix 25	1,3%	4,0%	5,0%	• Selektion Aktien Schweiz	→ negativ
Customized Benchmark	1,2%	4,0%	5,4%	• Selektion Immobilien Schweiz	→ positiv
BVG-Mix 35	1,8%	5,0%	6,1%	• Selektion Alternative Anlagen	→ positiv
Customized Benchmark	1,7%	5,2%	6,6%		
BVG-Mix 45	2,2%	6,2%	7,2%		
Customized Benchmark	2,1%	6,4%	7,9%		
BVG-Mix 75	3,8%	9,5%	10,6%		
Customized Benchmark	3,6%	9,8%	11,5%		

Ausblick

Die Debatte über hohe Lebenshaltungskosten verschärft sich in den USA und könnte vor den Mid-terms eine Entspannung im Handelskonflikt erleichtern. Dabei dürfte der zollbedingte Inflationsschub 2026 stärker ausfallen als erwartet, wird von der Fed jedoch wohl ignoriert. Für 2026 bleibt die US-Konjunktur gespalten: Zinssenkungen und ein positiver Fiskalimpuls stützen, während neue Zölle und verhaltener Konsum bremsen. Europa profitiert 2026 spürbar von den Fiskalpaketen: Deutschland und Frankreich liefern wieder Wachstumsbeiträge, während Irland und Südeuropa an Dynamik verlieren. Trotz nachlassendem Lohnwachstum stützt die Binnenwirtschaft, und die Inflation bleibt nahe dem EZB-Ziel. Bei den Staatsfinanzen nähern sich Nord- und Südländer an: mehr Disziplin im Süden, Verschlechterung im Norden. Die hohen strukturellen Defizite in den USA und Frankreich bleiben ein Risiko, auch wenn die Märkte weiterhin disziplinierend wirken. In China bleibt die Binnenwirtschaft wegen Immobilienproblemen und Reformdruck gedämpft. Für die Schweiz wirkt sich die Einigung mit den USA positiv aus: Der Druck auf Exportfirmen, Produktion ins Ausland zu verlagern, lässt nach. Allerdings haben viele Unternehmen Lieferungen vorgezogen, um US-Zölle zu umgehen.

Wachstum des realen BIP gegenüber dem Vorjahr (inklusive Prognose)

(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	Neutral
Globale Investment Grade Unternehmensanleihen	Untergewichtung
Globale Aktien	Übergewichtung

Duration bei Obligationen

kurz: -
 neutral: USD, EUR, CHF, JPY
 lang: 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 Januar 2026