

September 2025

## Zinsen und Anleihen

Zinssenkung der Fed im September wahrscheinlich

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Aug. 2025*	Year-to-date*	Aktuell	Aug. 2025*	Year-to-date*
US	4.2%	-16 BP	-35 BP	77 BP	1 BP	-3 BP
Eurozone	2.7%	-1 BP	32 BP	84 BP	5 BP	-18 BP
UK	4.7%	13 BP	14 BP	92 BP	-1 BP	-4 BP
CH	0.2%	-10 BP	-3 BP	72 BP	0 BP	3 BP

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

### USA

- USD-Kreditspannen in Investment Grade (IG) und High Yield (HY) verengten sich im August. Nachdem die US-Staatsanleiherenditen im Juli entlang der Kurve gestiegen waren, sanken sie im August wieder.
- Nach Powells Rede in Jackson Hole ist eine Leitzinssenkung im September wahrscheinlich. Auch der politische Druck auf das Fed ist offensichtlich. Für den Rest von 2025 erwarten wir weiterhin drei Zinssenkungen.

### Eurozone

- Die IG- und HY-Spreads weiteten sich im August aus, die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen stiegen. Politische Schlagzeilen erhöhten die Risikoprämie zehnjähriger französischer Staatsanleihen.
- Da die EZB keine Bereitschaft signalisiert, den Leitzins weiter zu senken, erwarten wir keine Zinssenkung im September mehr und sehen einen unveränderten Leitzins bis Ende 2025.

### Vereinigtes Königreich

- Die britischen IG-Kreditspannen verengten sich leicht und die Zinsen legten letzten Monat weiter zu.
- Nach einer restriktiven Zinssenkung im August und kurzfristigen Inflationssorgen erwarten wir neu für 2025 nur noch eine weitere Zinssenkung.

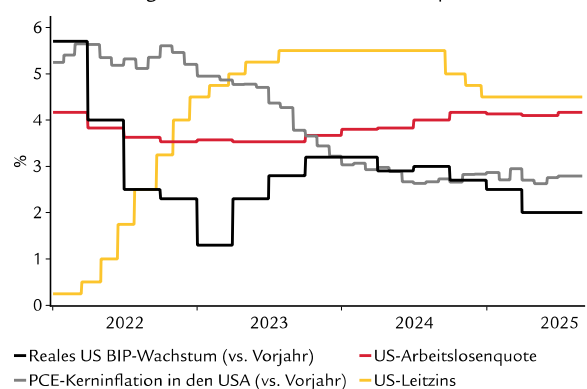
### Schweiz

- IG-Spreads blieben stabil, die Rendite zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen sank im August leicht.
- Aktuell besteht für die SNB unseres Erachtens kein Handlungsbedarf, sie dürfte ihren aktuellen Leitzins von 0% bis Ende Jahr beibehalten.

### Nächste Fed-Zinssenkung für 17. September erwartet

Im August 2024 signalisierte die sog. «Sahm-Regel» den Beginn einer US-Rezession, da die Arbeitslosigkeit deutlich gestiegen war. Darauf folgte das Fed mit «Absicherungszinssenkungen» um 100 BP. Wir stellen fest, dass vs. vor einem Jahr (1) die US-Zölle zu höheren Inflationserwartungen am Markt geführt haben (z. B. notiert der zehnjährige USD-Inflationsswap bei rund 2.6%) und (2) das BIP-Wachstum abflaut und sich der Arbeitsmarkt verschlechtert. Fed-Chef Powells Rede in Jackson Hole am 22. August öffnete die Tür für eine mögliche Zinssenkung am 17. September. Für ihn ist das «vernünftige Basisszenario» eine temporäre zollbedingte Inflation. Er räumte ein, dass Zeitpunkt und Ausmass ungewiss seien, es aber auch dauern werde, bis die Inflation nach dem Zollschock wieder auf das Zielniveau zurückkehren werde. Dies zeigt, dass das Fed kurzfristige Überschreitungen der Inflationsziele tolerieren könnte. Die von uns prognostizierte flauere Wirtschafts- und Arbeitsmarktdynamik dürfte das Fed daher zu Zinssenkungen bewegen. Wir erwarten daher für September auch tiefere US-Staatsanleiherenditen, bleiben aber bei den Eurozone-Zinsen neutral. Für die Schweiz ist unsere Sicht auf zweijährige Zinsen neutral, auf zehnjährige tiefer. Bei Firmenanleihen erwarten wir ein schwächeres technisches Bild im September wegen der Wiedereröffnung der Primärmärkte bei sehr engen Kreditspannen. Daher erwarten wir weitere Spreads in IG und HY sowie in EUR und USD.

Abschwächung des US-Arbeitsmarkts und «temporäre» Inflation



Quellen: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 28.08.2025

# Aktien

## Starke Gewinne, gemischter Ausblick

Regionale Aktienmärkte	Aug. 2025*	Year-to-date*
USA	2.2%	10.9%
Eurozone	1.1%	15.2%
Vereinigtes Königreich	2.2%	16.4%
Schweiz	3.0%	7.9%
Schwellenländer	2.1%	20.0%

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

### USA

- Nach einem schwachen Monatsbeginn und einer kurzen Korrektur Mitte Monat entwickelte sich der US-Markt im August erneut stark.
- Positiv waren primär die Berichtssaison (siehe Text rechts) und die Rede von Fed-Chef Powell in Jackson Hole, der signalisierte, dass Zinssenkungen bevorstehen könnten und das Fed künftig mehr Gewicht auf den Arbeitsmarkt legen wird.
- Der US-Markt ist sehr teuer; besonders Tech-Werte sind im Mittel überbewertet. Die aktuellen und erwarteten künftigen KI-Investitionen sind extrem hoch, und prominente Beobachter warnen vor zu viel KI-Optimismus. Derzeit wird geschätzt, dass 95% der Nutzer keinen Gewinn mit ihren KI-Projekten erzielen.

### Eurozone

- Europäische Aktien underperforierten im August wegen einiger schwacher Tage gegen Monatsende. Die Berichtssaison verlief besser als erwartet.
- Die europäischen Bewertungen sind gestiegen und liegen nun über dem historischen Mittel.

### Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt entwickelte sich leicht besser als die Eurozone, da er tief bewertet bleibt.

### Schweiz

- Nach mehreren schwachen Monaten erzielte der Schweizer Markt im August eine Outperformance. Mehrere grosse Firmen wie Nestlé, Novartis oder UBS erzielten Renditen von 5% oder mehr.
- Schweizer Aktien sind höher bewertet als europäische, aber tiefer als amerikanische.

### Schwellenländer

- Die Schwellenländer sind stark und haben seit Jahresbeginn in USD über 18% zugelegt. Der chinesische Aktienmarkt erreichte ein Zehnjahreshoch, Indien schnitt erneut schlecht ab.
- Der Gesamtmarkt bleibt fair bewertet.

### Rückblick auf die Berichtssaison & Marktausblick

Die Berichtssaison für Q2 2025 endete stark. In den USA lag das Gewinnwachstum vs. Q2 2024 bei 11% – 8% über den Erwartungen. Der Umsatz stieg um 6% – 2% über den Erwartungen (s. Tabelle). Mehr als 80% der Firmen übertrafen die Erwartungen. In Europa war das Gewinn- und Umsatzwachstum viel geringer, schlug aber die Erwartungen. In den Schwellenländern übertraf das sehr starke Umsatzwachstum das Gewinnwachstum – bemerkenswert angesichts der Unsicherheit und der US-Zölle. Wie geht das? Antwort: Die Erwartungen wurden vor der Berichtssaison markant gesenkt. In der Berichtsperiode wurden die US-Schätzungen in den 220 Tagen vor der Berichtssaison um rund 10% gesenkt, was ca. dem Ausmass entspricht, in dem die Gewinnprognosen übertroffen wurden.

### Zusammenfassung der Berichtssaison

Region	Gewinnwachstum	Umsatzwachstum	Gewinnüberraschung	Umsatzüberraschung
USA	11.0%	5.9%	8.2%	2.2%
Eurozone	3.7%	-2.0%	5.7%	-1.5%
Schweiz	6.3%	-1.4%	6.3%	-1.4%
Schwellenländer	5.8%	7.6%		2.5%

Anderung per 28. August. Umsatzüberraschungen für Schwellenländer nicht zuverlässig.  
Quellen: Swiss Life Asset Managers, Bloomberg.

Die Frage ist, was folgt, was für den Rest des Jahres zu weiteren Zuwächsen führen könnte oder was die Märkte entgleisen lassen könnte. Positiv ist, dass die Märkte vom Fed Zinssenkungen erwarten. Die aktuelle marktimplizierte Wahrscheinlichkeit für eine Senkung schon im September liegt bei ca. 85%. Der Start eines Lockerungszyklus ist für die Märkte generell positiv, v. a., wenn er nicht mit einer Rezession daherkommt. Wir halten eine Rezession für eher unwahrscheinlich. Auch positiv könnte die Q3-Berichtssaison sein, die im Oktober beginnt. Es gibt aber auch negative Faktoren. Erstens könnte der Markt das Ausmass der geldpolitischen Lockerung überbewerten, da die US-Inflation steigt und über dem Fed-Zielniveau liegt und die Zölle erst in den nächsten Monaten voll wirken werden. Zweitens deuten wichtige Indikatoren wie die Arbeitsmarktentwicklung auf eine abflauende Wirtschaft hin. US-Aktien sind sehr teuer, die Markterholung seit April wurde wieder primär von den grossen Tech-Aktien getrieben. Zudem erfuhren unprofitable Tech-Aktien und alle KI-Aktien eine enorme Rally und die Bewertungen dieser Aktien ähneln der Situation von 2000. Wir glauben, die negativen Kräfte werden stärker, und sind daher im nächsten Monat bei Aktien vorsichtiger.

# Währungen

## USD weiterhin in einer Vertrauenskrise

	Aug. 2025*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	1.9%	12.4%	↗
EUR/CHF	0.6%	-0.8%	→
GBP/USD	2.1%	7.8%	↗
USD/JPY	-2.3%	-6.3%	↘

\* Entwicklung bis 28. August. Quelle: Bloomberg

### USA

- Anfang August wertete der USD-Index stark auf, als die Zollfrist näher rückte, setzte danach aber seinen Abwärtstrend fort. SEK und NOK werteten vs. USD am meisten auf, NZD wertete als einziger ab.
- Wir erwarten weiterhin USD-Schwäche, da wir die Vertrauenskrise noch nicht für beendet erklären wollen. Zudem dürfte das Fed in den nächsten Monaten die Zinsen senken, da Powells Rede in Jackson Hole eine Fokusverlagerung von Inflation zu Wachstum und Arbeitsmarktrisiken signalisierte.

### Eurozone

- Im August machte der EUR seine Juliverluste vs. USD wett, da die EZB restriktiver wurde und signalisierte, dass die Hürden für weitere Zinssenkungen für die EZB höher geworden sind.
- Wir bleiben bei unserer positiven Sicht auf EUR/USD und unserer neutralen Sicht auf EUR/CHF.

### Vereinigtes Königreich

- Das GBP wertete vs. USD im August markant auf, weil unerwartet hohe Juli-Inflationszahlen dazu führten, dass der Markt weniger Zinssenkungen durch die Bank of England einpreiste als erwartet. Die Ausweitung der Zinsdifferenz stützte das GBP.
- Wir bleiben bei unserer neutralen Sicht auf EUR/GBP und unserer positiven Sicht auf GBP/USD.

### Schweiz

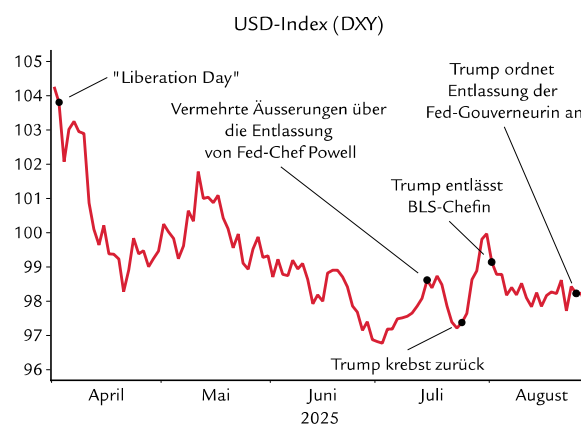
- Der CHF wertete vs. EUR leicht ab, da sich der Schweizer Wachstumsausblick für 2026 nach der Ankündigung der 39%-Zölle stark verschlechterte.
- Unsere Sicht auf EUR/CHF bleibt neutral.

### Japan

- Der JPY konnte seine Juliverluste vs. USD im August teilweise aufholen.
- Deckend mit unserer Einschätzung eines schwächeren USD dürfte USD/JPY in den kommenden Wochen wieder sinken.

### Gedämpfter USD, steigende Risiken

Die Vertrauenskrise rund um die Unabhängigkeit von US-Institutionen eskalierte im August weiter. Die Spannungen verschärfen sich nach der Entlassung der Chefin des Bureau of Labour Statistics (BLS), nachdem der US-Präsident das BLS wiederholt ohne Beweise der «Manipulation» von Wirtschaftsdaten bezichtigt hatte. Die Lage spitzte sich mit der versuchten Entlassung von Fed-Gouverneurin Lisa Cook zu, was erneut Zweifel an der künftigen Unabhängigkeit des Fed weckte. Die Unabhängigkeit des Fed und damit seine Glaubwürdigkeit beim Ausüben einer unabhängigen Geldpolitik ist der Grundstein für das Vertrauen in den USD und US-Staatsanleihen als globale Vermögenswerte. Doch die US-Finanzmärkte reagierten bisher erstaunlich gelassen. Der USD schwächte sich entgegen den Erwartungen nicht drastisch ab. Dies könnte heissen, dass die Märkte resilienter – oder desensibilisiert – gegenüber politischen Turbulenzen werden. Neben Personalentscheidungen gibt es auch noch fiskalische Sorgen. Das Haushaltsdefizit bleibt unhaltbar hoch, was zu weiterer Unsicherheit führt. Die Märkte blieben zwar bisher relativ stabil, aber der USD bleibt der empfindlichste und direkteste Kanal, über den die Vertrauenskrise weiter eskalieren könnte. Neben der wohl anhaltenden Vertrauenskrise trübt die makroökonomische Divergenz den USD-Ausblick zusätzlich. Der Wachstums-Inflations-Mix wird immer ungünstiger und die Zinsdifferenzen dürften sich verringern, weil die EZB 2025 keine weiteren Zinssenkungen vornehmen will und das Fed die Zinsen im September mit immer grösserer Wahrscheinlichkeit senken dürfte. Angesichts dessen halten wir an unserem negativen USD-Ausblick für nächsten Monat fest.



# Asset Allocation

Verlagerung der Markttreiber: von Zöllen zum Fed

## Rückblick

- Die Aktienmärkte erhielten Anfang August wegen schwächerer US-Arbeitsmarktdaten Gegenwind. Später im Monat setzten sie aber ihren Aufwärtstrend fort, unterstützt durch starke KI-Sektoren, einen Aufschwung bei Megacap-Tech-Aktien und solide Unternehmensgewinne.
- Die Staatsanleiherenditen waren im August relativ stabil. Die zehnjährigen US-Renditen sanken durch schwächere Arbeitsmarktdaten, erholten sich aber bis Monatsende.
- Die Spreads von Firmenanleihen verengten sich weiter auf historische Tiefs, was die starke Nachfrage und solide Fundamentaldaten reflektiert.
- Der US-Dollar wertete im August handelsgewichtet 1.7% ab, beeinflusst durch veränderte Zinserwartungen und schwächere Konjunkturindikatoren.

## Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

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

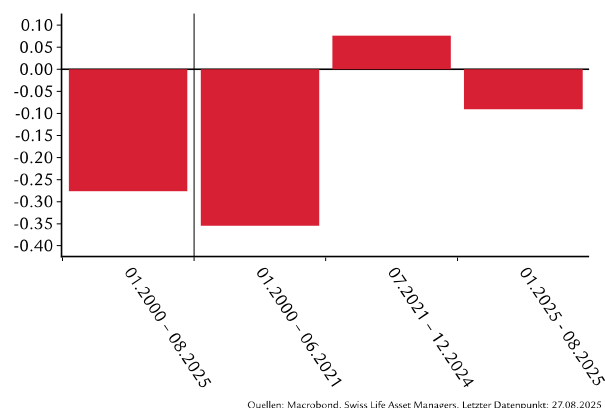
IG = Investment-Grade. Quelle: Swiss Life Asset Managers

- Wir reduzierten unsere Aktienallokation, bleiben aber vs. Benchmark übergewichtet, da wir weiterhin Aufwärtspotenzial sehen. Unterstützt wird dies durch die Erwartung eines Lockerungszyklus des Fed und weiterhin starke Firmenfundamentaldaten.
- Staatsanleihen bleiben in Erwartung einer Fed-Zinssenkung neutral bis leicht übergewichtet. Bei den Zinsen bevorzugen wir wegen der attraktiveren Renditedynamik und der Geldpolitik ein US-Exposure und nicht ein europäisches.
- Die Spreads sind historisch eng. Die Gesamttrenditen (Staatsanleiherendite plus Spread) sind zwar hoch, doch wir ziehen Staatsanleihen Firmenanleihen weiterhin vor. Für uns bleibt das Risiko-Rendite-Profil von Firmenanleihen asymmetrisch, Aktien bieten ein grösseres Aufwärtspotenzial. Daher bleiben wir in Firmenanleihen untergewichtet.
- Wir bleiben bei USD vorsichtig, v. a. aus CHF-Sicht. Trotz USD-Abwertung sehen wir weiteres Abwärtsrisiko, v. a. wegen der erwarteten Fed-Zinssenkungen.
- Die Finanzmärkte waren trotz Handelsspannungen und Ungewissheit bezüglich Inflation und Arbeitsmarkt in den USA bemerkenswert robust.

## «Fed-Pivot»: Einfluss auf Asset-Allokation-Strategie?

Trotz anhaltender Handelskrisen konzentrieren sich die Märkte auf den kurzfristigen Kurs des Fed. Fed-Chef Powell signalisierte eine Prioritätenverschiebung – von der Inflationsbekämpfung zur Vermeidung von Arbeitsmarktschwäche. In Jackson Hole bestätigte er die Anzeichen eines abkühlenden Arbeitsmarkts, was signalisiert, dass das Fed bald Lockerungen einleiten könnte, ohne den Inflationsdruck wieder zu erhöhen, da eine potenzielle zollbedingte Inflation als temporäres Phänomen gilt. Diese Kehrtwende verschafft Aktien Rückenwind, sie dürften von einer expansiven Geldpolitik profitieren. Doch die Märkte reagieren empfindlich auf Inflationsüberraschungen und enttäuschende Gewinne, was die Notwendigkeit einer selektiven Aktienposition unterstreicht. Wir halten an einer global diversifizierten Aktienposition mit US- und Schwellenländer-Übergewicht fest.

Korrelation zwischen Renditen von US-Staatsanleihen & US-Aktien



Mit der Kehrtwende des Fed betrachten wir vermehrt Staatsanleihen als strategisches Gegengewicht zu Aktien. Über zwei Jahrzehnte lang setzten die Anleger darauf, dass die Anleihenurse i. d. R. steigen, wenn die Aktien fallen. Nach Mitte 2021 hat sich dies aber umgekehrt. Bei erhöhter Inflation und geldpolitischer Unsicherheit wurde die Korrelation zwischen Aktien- und Anleiherenditen positiv, da Inflationsüberraschungen beide Anlageklassen gleichzeitig belasten. Da wir vorübergehend erhöhte US-Inflation erwarten, dürften sich die Diversifikationsvorteile von Anleihen und Aktien kurzfristig nicht voll entfalten. Mit tieferer Inflation kann die Geldpolitik wieder ihre traditionelle Rolle einnehmen. Dann erwarten wir, dass die Aktien-Anleihen-Korrelation wieder ins negative Terrain zurückkehrt und ihre klassische Absicherungsfunktion im Multi-Asset-Portfolio wiederhergestellt wird.

## Swiss Life Asset Managers



**Sven Kreitmair**  
**Portfolio Manager Fixed Income**  
sven.kreitmair@swisslife-am.com  
**in** sven\_kreitmair



**Andreas Homberger**  
**Head Quantitative Equities**  
andreas.homberger@swisslife-am.com  
**in** andreas\_homberger



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
**in** damian\_künzi



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@swisslife-am.com  
**in** florence\_hartmann



**Stephanie Zwick**  
**Head Multi Asset**  
stephanie.zwick@swisslife-am.com  
**in** stephanie\_zwick

### 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 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.