

Oktober 2025

Zinsen und Anleihen

Zinssenkungen stützen Unternehmensanleihen

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Sep. 2025*	Year-to-date*	Aktuell	Sep. 2025*	Year-to-date*
US	4.1%	-8 BP	-42 BP	74 BP	-5 BP	-6 BP
Eurozone	2.7%	3 BP	39 BP	78 BP	-6 BP	-24 BP
UK	4.7%	-3 BP	13 BP	85 BP	-8 BP	-11 BP
CH	0.2%	-8 BP	-8 BP	76 BP	3 BP	7 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE, BP = Basispunkte.
* Entwicklung bis 25. September. Quelle: Bloomberg

USA

- Nach der Fed-Zinssenkung am 17. September sanken die US-Staatsanleiherenditen entlang der Kurve. Da tiefere Zinsen Risikoanlagen stützen, verengten sich die Spreads in Investment Grade (IG) und High Yield (HY). Wir rechnen aufgrund der Zölle nur mit einem temporären Inflationsanstieg.
- Wir erwarten weiterhin Leitzinssenkungen im Oktober und Dezember dieses Jahres sowie zwei weitere Zinssenkungen für 2026, welche den US-Leitzins (Untergrenze) auf 3.00% senken dürften.

Eurozone

- Wie in den USA verengten sich die Kreditspannen im September, aber die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen legten zu. Die französischen zehnjährigen Spreads vs. deutsche Bundesanleihen weiteten sich aus und notieren nun nahe bei Italien.
- In Europa liegt die Gesamtinflation beim Zielwert und bewegt sich kaum. Wir erwarten für 2025 und 2026 weiterhin keine weiteren Zinssenkungen.

Vereinigtes Königreich

- Wie in den USA und der Eurozone verengten sich die IG-Spreads. Die 10-jährigen Zinsen sanken leicht.
- Von der Bank of England erwarten wir für 2025 eine weitere und für 2026 zwei weitere Zinssenkungen.

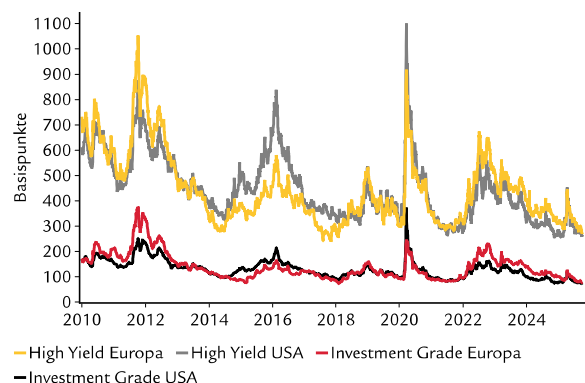
Schweiz

- Die IG-Spreads blieben stabil und die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen sank im September.
- Im September behielt die SNB den Leitzins wie erwartet bei. Wir erwarten für 2025 und 2026 keine weiteren Zinssenkungen durch die SNB.

Technische Unterstützung, aber hohe Bewertungen

Die EUR- und USD-Spreads in IG und HY bleiben eng. Sie sind in etwa so tief wie vor den Zinserhöhungen der EZB und des Fed im Jahr 2022. Aktuell profitiert die Anlageklasse von relativ tiefen einjährigen Rezessionswahrscheinlichkeiten (gemäss Bloomberg-Umfrage 25% für die Eurozone, 30% für die USA), robusten Kreditkennzahlen und starken Bewertungen der Unternehmensbilanzen. Auch Fed-Zinssenkungen tragen zum positiven Kreditumfeld bei, und die Gesamtrenditen bleiben attraktiv (ca. 2.5–3% über dem Niveau von 2021). Aufgrund der relativ tiefen Duration könnte die Anlageklasse sogar einem Zinsanstieg standhalten, ohne eine negative Gesamtrendite zu erzielen (hohe sog. Breakeven-Rendite). Daher gab es bei Firmenanleihen keine Abflüsse. Angesichts solider Fundamental- und technischer Daten bleiben die Kreditbewertungen hoch, sodass der Spielraum für engere Spreads begrenzt ist. Es gibt aber Risiken, die zu Spreadvolatilität führen könnten; dies eher bei HY als bei IG. Auf fundamentaler Seite sind das Risiken durch Zölle, die Geopolitik oder ein Ende der KI-Euphorie. Auf technischer Seite sind das ein grösseres Anleihenangebot und schwächere Zuflüsse wegen sinkender US-Gesamtrenditen. Unsere Sicht auf IG ist neutral, aber HY-Spreads dürften sich in EUR und USD ausweiten. Bei der Duration erwarten wir tiefere Renditen auf US-Treasuries und sind bezüglich Euro- und CH-Staatsanleiherenditen neutral.

Unternehmensanleihen: optionsbereinigte Spreads



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 25.09.2025

Aktien

KI-Euphorie

Regionale Aktienmärkte	Sep. 2025*	Year-to-date*
USA	2.9%	13.8%
Eurozone	1.7%	16.4%
Vereinigtes Königreich	0.6%	16.2%
Schweiz	-1.6%	5.9%
Schwellenländer	7.6%	28.1%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.
* Entwicklung bis 25. September. Quelle: Bloomberg

USA

- Wegen der KI-Euphorie und der ersten Fed-Zinssenkung legte der US-Markt im September stark zu.
- KI-Aktien zogen im September stark an. Die Magnificent 7 stiegen um mehr als 8%, Tesla und Alphabet um 28% bzw. 18%. Oracle gewann 40% an einem Tag.
- Die Bewertung des US-Aktienmarkts liegt gemäss einigen Kennzahlen auf (z. B. Kurs-Umsatz-Verhältnis) oder nahe einem Allzeithoch (Shiller-KGV). KI-Aktien befinden sich in einer Blase, aber ein Ende der Party scheint im Moment noch nicht in Sicht.

Eurozone

- Im September legten europäische Aktien wegen des sehr geringen KI-Exposure weniger zu als US-Aktien.
- Trotz des KI-Booms haben sich europäische Aktien 2025 etwas besser als der US-Markt entwickelt. Europäische Banken legten 2025 65% und in den letzten fünf Jahren 450% zu – mehr als KI-Aktien und die Magnificent 7. Selbst der europäische Markt ist nun über dem historischen Durchschnitt bewertet.

Vereinigtes Königreich

- Britische Aktien schlugen Eurozone-Aktien leicht.
- Der britische Markt bleibt tief bewertet, die Wirtschaft ist aber schwach.

Schweiz

- Der Schweizer Markt sank im September wegen der schwachen Performance einiger Indexschwergewichte und des fehlenden KI-Exposure etwas.
- Bei Redaktionsschluss gab es keine Hinweise darauf, wie die Schweizer Pharmaunternehmen auf die bis Ende September laufende US-Frist für die Senkung der US-Pharmapreise reagieren werden.

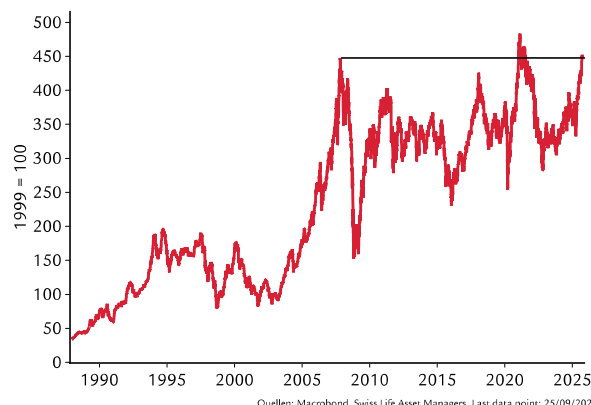
Schwellenländer

- Schwellenländer erzielten eine Outperformance.
- Ähnlich wie im US-Markt ist KI ein wesentlicher Treiber dieser Entwicklung. Der IT-Sektor ist im Index mit 26% gewichtet, chinesische IT-Aktien wie Baidu und Alibaba gewannen im September ca. 40%.

Schwellenländer – Beginn eines Trends?

Aktien von Schwellenländern (EM) sind nach Jahren schwacher Performance zurück. Seit Jahresbeginn schlugen sie globale Aktien um rund 10% (in USD). Ist dies der Beginn eines längerfristigen Comebacks oder nur ein weiterer kurzfristiger Aufschwung? Zunächst eine historische Analyse: Seit 2007 gab es keine Kursgewinne bei EM-Aktien (siehe Grafik). Von 2007 bis heute haben US-Aktien sie um fast 400% geschlagen (in USD). Dafür sehen wir folgende Gründe: 1. 2007 ging ein starker EM-Bullenmarkt zu Ende. 2. Der Gewinn je Aktie stieg in den EM wegen des starken Verwässerungseffekts (Neuemission von Aktien, was den Gewinn auf mehr Aktien verteilt) nur wenig an, aber der Gesamtgewinn stieg stärker als in den USA. 3. EM-Aktien profitierten nicht von der unkonventionellen Geldpolitik und den Nullzinsen. 4. Der USD wertete vs. EM-Währungen in den letzten 15 Jahren stark auf.

MSCI Emerging Markets Equities Price Index (USD)



Die EM-Aktienaussichten sind besser als vor etwa einem Jahr, weil 1. die Bewertung neutral und vs. Industrieländer sehr tief ist (erwartetes KGV 13 vs. 20 bei Industrieländern), 2. EM-Aktien (v. a. chinesische Tech-Aktien) sehr gut positioniert sind, um vom KI-Boom zu profitieren, 3. wir eine weitere USD-Abwertung erwarten und die Zölle gesenkt werden könnten, 4. EM-Zentralbanken Spielraum für Zinssenkungen haben, 5. historisch gesehen EM-Aktien während Lockerungszyklen des Fed outperformen. Es gibt aber auch Risiken: 1. Die Top-Aktien im Index sind Tech-Aktien, die stark zugelegt haben. 2. Die chinesische Wirtschaft wächst schwach, viel KI-Euphorie ist schon eingepreist. 3. Die Zölle könnten schaden. 4. Die Gewinnerwartungen sind höher, die Gewinnrevisionen aber noch nicht sehr positiv. Dennoch dürfte die jüngste Entwicklung mehr als einen kurzfristigen Aufschwung darstellen.

Währungen

Unveränderte Ansichten

	Sep. 2025*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	0.5%	13.4%	↗
EUR/CHF	-0.1%	-0.6%	→
GBP/USD	-0.3%	7.5%	↗
USD/JPY	1.1%	-5.4%	↘

* Entwicklung bis 25. September. Quelle: Bloomberg

USA

- Für einmal zeigte der September beim USD ein gemischtes Bild. Der USD schwächte sich zwar vs. EUR und CHF weiter ab, legte aber vs. JPY und GBP zu. Auch vs. Schwellenländerwährungen war das Bild gemischt.
- Wir bleiben bei unserer Prognose einer anhaltenden USD-Schwäche, weil das Vertrauen am Markt noch nicht wiederhergestellt ist und wir für die nächsten Monate mehr Zinssenkungen durch das Fed erwarten als die Märkte.

Eurozone

- Der EUR legte zwar im September vs. USD und GBP zu, unterstützt durch die relativ restriktive Rhetorik der EZB, wertete aber vs. andere europäische Währungen wie CHF und NOK leicht ab.
- Unsere Sicht bleibt positiv auf EUR/USD und neutral auf EUR/CHF.

Vereinigtes Königreich

- Nach einer starken Performance im August büsste GBP/USD im September wieder an Boden ein, weil die Kerninflationsdaten nach der positiven Überraschung im Vormonat etwas abflauten.
- Unsere Sicht bleibt neutral auf EUR/GBP und positiv auf GBP/USD.

Schweiz

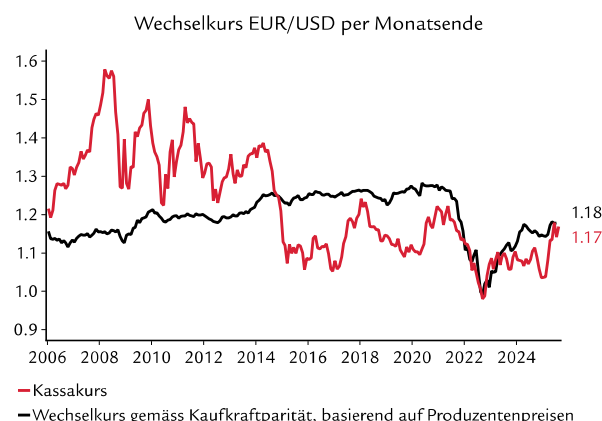
- Obwohl es keine positiven Nachrichten von der Zollfront gab, wertete der CHF vs. EUR im September leicht auf. Die SNB liess im September wie erwartet den Leitzins unverändert und brachte dem CHF-Wechselkurs keine neuen Impulse.
- Unsere Sicht auf EUR/CHF ist neutral, unsere Sicht auf USD/CHF negativ.

Japan

- Bei Redaktionsschluss hatte der JPY im September handelsgewichtet über 1% verloren.
- Im Einklang mit unserer Einschätzung eines generell schwächeren USD dürfte USD/JPY bis Jahresende sinken.

USD vs. EUR nicht mehr überbewertet

Eine der Sorgen des US-Präsidenten und seines Wirtschaftsberaters Stephen Miran Anfang Jahr war die Überbewertung des USD wegen seines Status als globale Reservewährung. Miran hatte unter dem Namen «Mar-A-Lago-Accord» ein Konzept mit verschiedenen abenteuerlichen Vorschlägen veröffentlicht, um das Problem anzugehen. Die Diskussion dieser Vorschläge an den Finanzmärkten und umstrittene politische Massnahmen der US-Regierung reichten aus, um eine Vertrauenskrise auszulösen, die den USD seit Jahresbeginn stark geschwächt hat. Ironischerweise hat die Regierung damit bereits ihr Ziel erreicht, die Überbewertung loszuwerden, die tatsächlich ein Problem war. Eine Möglichkeit, die Bewertung einer Währung zu messen, ist, denselben Warenkorb zwischen zwei Ländern zu vergleichen und den Wechselkurs zu berechnen, der denselben Preis für den Warenkorb ergibt. Gemäss Bloomberg (siehe Grafik) liegt dieser sogenannte Kaufkraftparitäts-Wechselkurs derzeit bei 1.18 für EUR/USD, wenn Produzentenpreise verwendet werden. Basierend auf den Verbraucherpreisen liegt er für EUR/USD bei 1.20. Wir bevorzugen jedoch die Produzentenpreise, da sie den besten Hinweis auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit von Firmen geben. Nach der Hausse von EUR/USD ist das Bewertungsargument, das ohnehin nur ein mittel- bis langfristiger Treiber des Wechselkurses ist, nun kein stützender Faktor für EUR/USD mehr. Es gibt aber weitere Argumente, die für eine weitere USD-Schwäche sprechen. Neben der Vertrauenskrise, die sich wegen des anhaltenden politischen Drucks auf das Fed fortsetzen dürfte, ist der schmelzende Renditevorteil des USD das wichtigste Argument für einen höheren EUR/USD bis Jahresende.



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: August 2025

Asset Allocation

Lockerung der US-Geldpolitik gibt Rückenwind

Rückblick

- Die Aktienmärkte legten im September weltweit zu, befeuert durch robuste Unternehmensgewinne und einer Leitzinssenkung des Fed, auf die weitere geldpolitische Lockerungen folgen dürften. Schwellenländeraktien performten ebenfalls stark. Schweizer Aktien hinkten hingegen hinterher und rentierten wegen des stärkeren CHF und der anhaltenden Unsicherheit bezüglich der Zölle negativ.
- Die Renditen auf US-Staatsanleihen gingen im September aufgrund der Zinssenkung durch das Fed leicht zurück. Auch die Schweizer Renditen sanken, die Renditen deutscher Bundesanleihen blieben weitgehend unverändert.
- Die Spreads von Firmenanleihen verengten sich weiter auf historische Tiefs, was die starke Nachfrage und solide Fundamentaldaten reflektiert.
- Handelsgewichtet wertete der USD in der ersten Septemberhälfte ab, um gegen Monatsende wieder zuzulegen.

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

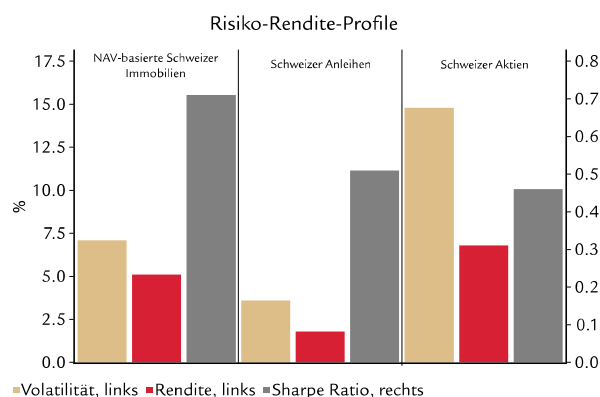
Anlageklasse	Aktive Gewichtung
Globale Staatsanleihen	neutral
Globale IG-Unternehmensanleihen	Untergewichtung
Globale Aktien	Übergewichtung

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

- Wir bleiben angesichts der robusten Erwartungen für die Unternehmensgewinne und des günstigen geldpolitischen Umfelds in Aktien Übergewichtet. Bei den Aktien bevorzugen wir neben US-Aktien weiterhin Schwellenländeraktien.
- Bei den Staatsanleihen bleiben wir neutral bis leicht Übergewichtet. Innerhalb dieser Anlageklasse ziehen wir die USA Europa vor. Grund dafür sind die bessere Dynamik der Anleiherenditen und die unterstützende Geldpolitik in den USA.
- Die Kreditspannen bleiben nahe ihren historischen Tiefs. Die Gesamtrenditen sind zwar hoch, aber wir ziehen Staatsanleihen Firmenanleihen vor. Das Risiko-Rendite-Profil von Firmenanleihen bleibt asymmetrisch und bietet im Vergleich zum Abwärts-potenzial begrenztes Aufwärtspotenzial. Aktien bieten dagegen ein attraktiveres Aufwärtspotenzial. Wir bleiben in Firmenanleihen untergewichtet.
- Wir bleiben beim USD vorsichtig, v. a. aus CHF-Sicht (siehe Währungsteil dieser Publikation).

Argumente für alternative Anlagen und Immobilien

Traditionelle Aktien- und Anleihenmärkte stehen vor Herausforderungen wie hohen Bewertungen, unsicheren erwarteten Renditen und wechselnden Korrelationen, die dazu führen, dass Anleger nach neuen Diversifikations- und Renditequellen suchen. Alternative Anlagen wie Private Equity und Hedgefonds bieten das Potenzial für höhere Renditen und Zugang zu Anlageopportunitäten, die in den öffentlichen Märkten nicht vollständig verfügbar sind. Sachwerte wie Infrastruktur, Immobilien, Rohstoffe und Edelmetalle können eine Absicherung gegen Inflation bieten. Infrastruktur und Immobilien können zudem auch stabile, langfristige Cashflows liefern. Dabei zeichnen sich NAV-basierte Schweizer Immobilienfonds als besonders attraktives Segment aus (NAV = Nettoinventarwert). Sie bieten transparente Bewertungsmechanismen, relativ geringe Volatilität und beständige Ertragsströme, die durch hochwertige Mieter und langfristige Mietverträge unterstützt werden. Der Schweizer Markt profitiert von einer starken institutionellen Nachfrage, einem begrenzten Angebot an Spitzenlagen und einem stabilen makroökonomischen Umfeld, was ihn zu einem robusten Anker in diversifizierten Portfolios macht. Die Allokation in Sachwerten orientiert sich zudem an strukturellen Megatrends: digitale Transformation (Dateninfrastruktur), Energiewende (erneuerbare Energie und kritische Materialien) und demografischer Wandel (Gesundheitswesen und Wohnen). Illiquidität, Bewertungstransparenz und Zugang können zwar Herausforderungen sein, aber es spricht immer mehr für eine Allokation in alternative Anlagen und Sachwerten – darunter NAV-basierte Schweizer Immobilien – im Rahmen eines robusten und zukunftsgerichteten Portfoliodesigns.



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers, KGAST Immo monthly, SBI AAA-BBB TR, SPI TR, 29.12.2006 – 31.08.2025. Für NAV-basierte Schweizer Immobilien wird die Volatilität auf Basis einer unglätteten Zeitreihe berechnet, um das tatsächliche Risikoniveau besser widerzuspiegeln.

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.

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.