

November/Dezember 2025

Zinsen und Anleihen

Rückkehr der Spread-Volatilität

	Rendite 10-jähriger Staatsanleihen			Investment-Grade-Kreditspanne		
	Aktuell	Okt. 2025*	Year-to-date*	Aktuell	Okt. 2025*	Year-to-date*
US	4.1%	-5 BP	-47 BP	76 BP	2 BP	-4 BP
Eurozone	2.6%	-7 BP	28 BP	76 BP	-3 BP	-26 BP
UK	4.4%	-28 BP	-14 BP	83 BP	-3 BP	-13 BP
CH	0.1%	-6 BP	-15 BP	77 BP	1 BP	8 BP

Rendite Staatsanleihen Eurozone = DE, BP = Basispunkte.
* Entwicklung bis 30. Oktober. Quelle: Bloomberg

USA

- Die Renditen von US-Staatsanleihen sanken im Oktober, erholten sich aber nach Powells restriktiver Rhetorik an der Oktober-Fed-Sitzung. Kreditpapiere mit Investment-Grade (IG)- und BB-Rating schnitten besser ab als solche mit B- und CCC-Rating.
- Wie erwartet senkte das US-Fed seinen Leitzins im Oktober um 25 BP. Trotz restriktiver Rhetorik erwarten wir eine weitere Senkung im Dezember. 2026 erwarten wir zwei weitere Senkungen, womit die Untergrenze des Leitzinses auf 3.0% sinken dürfte.

Eurozone

- Die Renditen von Staatsanleihen und Kreditspreads bewegten sich im Oktober ähnlich wie in den USA. Die Zinskurve flachte ab und höher bewertete Firmenanleihen schnitten besser ab als tiefer bewertete.
- Die EZB wartet ab, und wir rechnen für 2025 und 2026 weiterhin nicht mit weiteren Zinssenkungen.

Vereinigtes Königreich

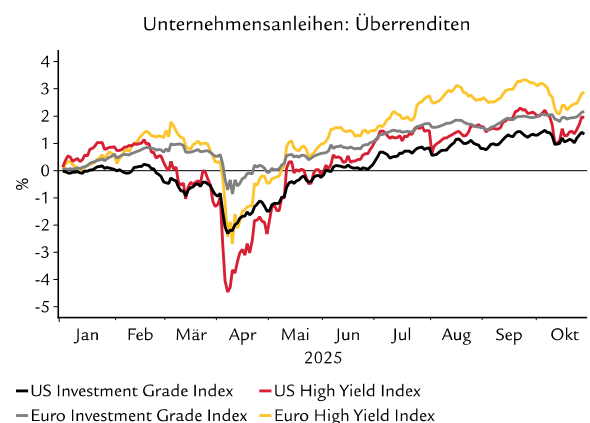
- Die Inflation lag unter dem Konsens und die Renditen zehnjähriger britischer Staatsanleihen sanken im Oktober. IG-Spreads verengten sich deutlich.
- Die Bank of England dürfte die Zinsen im Dezember 2025 senken mit zwei weiteren Senkungen 2026.

Schweiz

- IG-Spreads blieben stabil bis leicht weiter und die Renditen zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen gingen im Oktober zurück. Die Inflation dürfte im Zielband der SNB bleiben.
- Wir erwarten keine Zinssenkungen, da die SNB hohen Hürden für Negativzinsen in Aussicht stellte.

Positive Gesamtrenditen trotz Angst vor Handelskrieg

Im Oktober litten die Spreads von Investment-Grade (IG) und High-Yield-Anleihen (HY) in EUR und USD unter erneuten Sorgen über eine mögliche Eskalation des US-chinesischen Handelskriegs. Der US-Präsident drohte mit einer starken Erhöhung der Zölle auf chinesische Importe und verwies dabei auf jüngste chinesische Exportkontrollen für Selten Erden. Weitere Unruhe am Markt verursachten der Anstieg von KI-Deals und -Partnerschaften, der Ängste vor einer Blase schürte, sowie Anzeichen von Kreditstress bei US-Regionalbanken. Doch dieser Druck wurde teilweise durch den wieder versöhnlicheren Ton im Handelsstreit und eine weitgehend positive Q3-Berichtssaison wettgemacht. Die zollbedingte Volatilität der USD-HY-Spreads nahm 2025 dreimal zu: im April («Liberation Day»), im August (mit reziproken Zöllen zwischen 10 und 50%) und zuletzt im Oktober. In jedem Fall erholte sich die Anlageklasse dank solider Fundamentaldaten und starker technischer Indikatoren rasch, da die Anleger einen Buy-the-Dip-Ansatz verfolgten. Daher bleiben die Überrenditen von IG und HY – also Renditen über denen von vergleichbaren Staatsanleihen – seit Jahresbeginn klar positiv. Für November bleiben wir bei IG und HY in EUR und USD neutral. Bei der Duration erwarten wir tiefere Renditen auf zehnjährigen US-Treasuries, sind aber bei zweijährigen neutral. Auch bei den Renditen von Staatsanleihen in der Eurozone und der Schweiz ist unsere Sicht neutral.



Aktien

Unaufhaltsame Rallye

Regionale Aktienmärkte	Okt. 2025*	Year-to-date*
USA	2.0%	16.9%
Eurozone	3.0%	21.1%
Vereinigtes Königreich	4.7%	23.0%
Schweiz	2.0%	8.9%
Schwellenländer	4.9%	33.8%

MSCI Net-Total-Return Indizes in Lokalwährung.
* Entwicklung bis 30. Oktober. Quelle: Bloomberg

USA

- Der Bullenmarkt setzte sich im Oktober unbeirrt fort, getrieben durch erwartete Leitzinssenkungen und bisher solide Unternehmensgewinne.
- Die KI-Vorreiter haben ihre Investitionen stark hochgefahren. Allein OpenAI schloss Deals von über USD 1 Billion ab (siehe dazu Text rechts).
- Der US-Aktienmarkt ist v. a. gegenüber Cashflow-Kennzahlen sehr hoch bewertet. Starke Gewinne und tiefere Zinsen geben jedoch Rückenwind.

Eurozone

- Nach einer schwächeren Phase entwickelten sich europäische Aktien im Oktober etwa gleich wie US-Aktien. Einige Analysten wurden bei europäischen Aktien wieder bullisch.
- Die Berichtssaison überraschte leicht positiv, aber das Gewinnwachstum vs. Q3 2024 ist sehr gering.
- Selbst der europäische Markt ist mittlerweile zum oder über dem historischen Durchschnitt bewertet.

Vereinigtes Königreich

- Der britische Markt hatte einen starken Monat und ist seit Jahresbeginn der zweitbeste Markt.
- Der britische Markt bleibt tief bewertet.

Schweiz

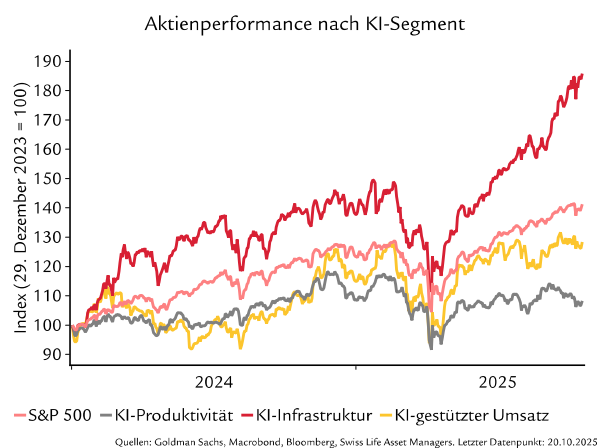
- Der Schweizer Markt erzielte im Oktober nach einer schwachen zweiten Monatshälfte eine Unterperformance.
- Die Restrukturierungsankündigungen von Nestlé führten zu steigenden Aktienkursen, während das Ergebnis von Roche negativ interpretiert wurde.

Schwellenländer

- Die Schwellenländer hatten erneut einen hervorragenden Monat. Im Vergleich zu den USA ist 2025 das beste Jahr für Schwellenländeraktien seit 2009.
- Südkorea legte im Oktober fast 15% zu und auch Indien entwickelte sich nach einer sehr schwachen Phase überdurchschnittlich. Argentinien erholte sich, als Mileis Partei die Wahlen gewann.

Gedanken zum KI-Boom

KI-Aktien stiegen 2025 stark an: Der KI-Korb von Goldman Sachs legte trotz starker Korrektur zu Beginn 2025 80% zu. Die Bewertungen sind hoch: diese Aktien haben ein mittleres Kurs-Gewinn-Verhältnis von 48, ein Kurs-Umsatz-Verhältnis von 8.5 (vs. 3.4 beim S&P 500) und eine Rendite des freien Cashflows von nur 1.1% (vs. 2.5%). Die Eigenkapitalrendite ist mit 34% stark, fast doppelt so hoch wie der Marktdurchschnitt. OpenAI kündigte Investitionen von über USD 1 Billion an, der für 2025 prognostizierte Umsatz liegt bei ca. USD 13 Mrd., die Verluste dürften USD 8 Mrd. übersteigen. Diese Investitionen sind zunehmend zirkulär – OpenAI kauft Hardware z. B. von AMD, Nvidia und Broadcom, die wiederum in OpenAI investieren. Dies erinnert an die Dotcom-Blase von 2000. Nicht alle KI-Segmente profitieren gleich. Firmen, die sich auf Effizienzgewinne durch KI fokussieren oder solche, die KI-unterstützte Technologien monetarisieren, hinken hinterher – und schnitten im Durchschnitt schlechter ab als der breite Markt (siehe Grafik).



Es gibt viele wichtige Fragen zu KI. Hier einige davon und unsere Sicht dazu: 1. Ist die Strategie zur Maximierung der verfügbaren Rechenleistung optimal? *Wohl nicht.* 2. Können US-Firmen ihre Quasi-Monopole wahren oder wird China mit DeepSeek zu einem wichtigen Player? *China hat eine gute Chance, eine grössere Rolle zu spielen.* 3. Wie wahrscheinlich ist es, dass Firmen mit KI Umsatz erzielen, wenn laut einer Studie 95% der KI-Anwendungen keinen Umsatz generieren? *Das dürfte sich zumindest teilweise ändern.* 4. Wird KI v. a. Effizienzgewinne bringen oder auch neue Geschäftsmodelle? *Hoffentlich und wahrscheinlich beides.* Wir glauben nicht, dass der KI-Boom kurzfristig verpufft, da das Fed die Zinsen senkt und die Quartalsergebnisse stark bleiben.

Währungen

Eine Verschnaufpause

	Okt. 2025*	Year-to-date*	1-Monats-Sicht
EUR/USD	-1.4%	11.7%	↗
EUR/CHF	-0.8%	-1.3%	→
GBP/USD	-2.2%	5.1%	↗
USD/JPY	4.2%	-2.0%	↘

* Entwicklung bis 30. Oktober. Quelle: Bloomberg

USA

- Der USD wertete im Oktober weiter auf und legte handelsgewichtet fast 1.8% zu. Die restriktive Rhetorik von Fed-Chef Powell nach der Oktober-Sitzung gaben dem USD Ende Monat weiteren Auftrieb.
- Wir bleiben aber bei unserer Einschätzung erneuter USD-Schwäche, da der Wachstums-Inflations-Mix ungünstig bleibt und sich die Märkte auf Realzinsdifferenzen fokussieren. Derweil bleibt der politische Druck auf das Fed hoch und das Anlegervertrauen in den USD somit angeschlagen.

Eurozone

- Der EUR blieb im Oktober handelsgewichtet unverändert, wertete aber infolge der politischen Turbulenzen in Frankreich vs. die meisten anderen europäischen Hauptwährungen ab, ausser vs. GBP.
- Wir bleiben bei unserer positiven Sicht auf EUR/USD und unserer neutralen auf EUR/CHF.

Vereinigtes Königreich

- GBP/USD büsste im Oktober weiter ein, weil die unerwartet schwache Inflation im September dazu führte, dass der Markt eine weitere geldpolitische Lockerung einpreiste, wobei sich der Markt unserer Erwartung von drei weiteren Zinssenkungen bis Mitte 2026 angenähert hat.
- Wir bleiben bei unserer neutralen Sicht auf EUR/GBP und unserer positiven auf GBP/USD.

Schweiz

- EUR/CHF schwächte sich bis Mitte Oktober wegen des Fokus auf politische Themen in Europa ab. In der zweiten Monatshälfte rückte der bessere Wirtschaftsausblick der Eurozone wieder in den Fokus.
- Unsere Sicht auf EUR/CHF bleibt neutral, unsere Sicht auf USD/CHF negativ.

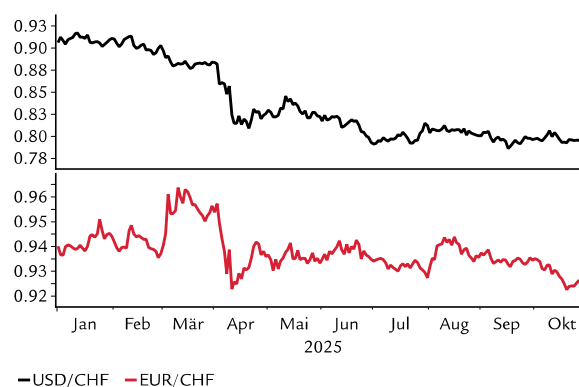
Japan

- Bei Redaktionsschluss hatte der JPY im Oktober handelsgewichtet über 3% verloren.
- Deckend mit unserer Einschätzung eines schwächeren USD dürfte USD/JPY bis Jahresende sinken.

Unerschütterlicher CHF

USD/CHF stabilisierte sich im Oktober und der CHF legte vs. EUR weiter zu. Dies war eher Ausdruck der EUR-Schwäche als der CHF-Stärke, da die politischen Turbulenzen in Frankreich im Fokus standen. Auch die Wirtschaftsdaten trugen zu dieser Dynamik bei. In der ersten Oktoberhälfte verschlechterten sich die Wirtschaftsdaten in der Eurozone, aber erholten sich später wieder, insbesondere nach der positiven Überraschung der Einkaufsmanagerindizes (PMI) für Oktober. Derweil hat sich das wirtschaftliche Bild der Schweiz wegen der «Zolllücke» verschlechtert, mit der die Schweiz im Vergleich zu anderen Ländern konfrontiert ist. Auf Schweizer Exporten in die USA wird ein Zoll von 39% erhoben, auf EU-Exporten sind es lediglich 15%. Pharmaprodukte sind derzeit ausgenommen, was eine gewisse Erleichterung bringt. Künftig erwarten wir für beide Volkswirtschaften geringes, aber stabiles Wachstum und eine gut verankerte Inflation. Wir erwarten daher weder von der EZB noch von der SNB weitere Zinssenkungen. Dies erklärt unsere neutrale Sicht auf EUR/CHF für November. Trotz wirtschaftlichem Gegenwind bleibt der Status des CHF als sicherer Hafen intakt, v. a. gegenüber dem USD. Insbesondere nach der Ankündigung von 39% Zöllen auf Schweizer Exporten wertete der CHF vs. USD auf. Theoretisch wäre eine CHF-Abschwächung aufgrund der negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der Zölle zu erwarten gewesen. Kurzfristig scheint ein Handelsabkommen zwischen den USA und der Schweiz unwahrscheinlich. Der erwartete Besuch Trumps beim Weltwirtschaftsforum in Davos im Januar könnte jedoch eine Gelegenheit zum Dialog bieten. Derweil halten wir an unserer Einschätzung weiterer CHF-Stärke vs. USD fest, primär wegen der Realzinsdifferenzen und der anhaltenden Vertrauenskrise (siehe Punkte links).

Kassakurse CHF vs. USD und EUR



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 30.10.2025

Asset Allocation

Ausbalancieren von Wachstum und Resilienz

Rückblick

- Die Aktienmärkte legten im Oktober weltweit zu und erreichten mehrere Allzeithochs in wichtigen Indizes, obwohl der Shutdown der US-Regierung 2025 in die vierte Woche ging. Die Resilienz der US-Wirtschaft im Zuge des Shutdowns und die nachlassenden Rezessionsängste stärkten das Vertrauen. Nach erneuten Handelsspannungen zwischen den USA und China brachen Aktien nur kurz ein.
- Die Renditen von US-Staatsanleihen sanken im Oktober weiter, erholten sich aber nach der FOMC-Sitzung vom 29. Oktober, bei der Fed-Chef Powell wie erwartet den Leitzins senkte, aber sich restriktiv zum künftigen Zinspfad äusserte.
- Auch die Renditen von CH-Staatsanleihen sanken und diejenigen deutscher Bundesanleihen tendierten abwärts, obwohl sie gegen Monatsende stiegen.
- Die Kreditspannen von Firmenanleihen blieben volatil, weiteten sich aber im Oktober unter dem Strich nur leicht aus, während die frühere Abwertung des USD ins Stocken geriet und die Währung Anzeichen einer leichten Aufwertung zeigte.

Aktuelle Einschätzungen zur Asset Allocation

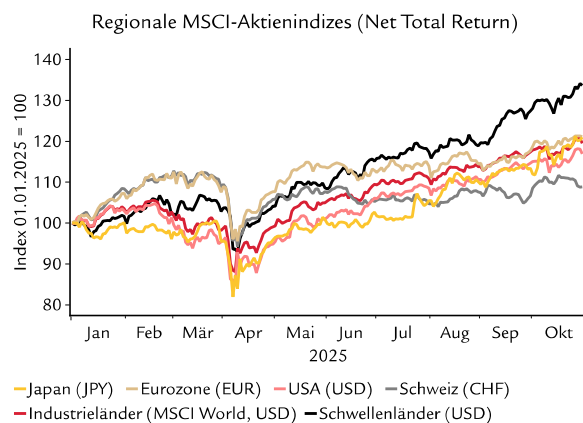
Anlageklasse	Aktive Gewichtung
Globale Staatsanleihen	Übergewichtung
Globale IG-Unternehmensanleihen	Untergewichtung
Globale Aktien	Übergewichtung

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

- Aufgrund robuster Gewinnaussichten und einer unterstützenden Geldpolitik bleiben wir in Aktien übergewichtet, da das Fed seinen Lockerungszyklus eingeleitet hat. Bei den Aktien bevorzugen wir neben US-Aktien weiterhin Schwellenländeraktien.
- Bei den Staatsanleihen bleiben wir leicht übergewichtet. Innerhalb der Anlageklasse ziehen wir wegen der attraktiveren Renditedynamik und der unterstützenden Geldpolitik die USA Europa vor.
- Die Kreditspannen bleiben nahe ihren historischen Tiefs. Die Gesamrenditen sind zwar hoch, aber wir ziehen weiterhin Staatsanleihen Firmenanleihen vor. Das Risiko-Rendite-Profil von Firmenanleihen bleibt asymmetrisch und bietet im Vergleich zum Abwärtspotenzial begrenztes Aufwärtspotenzial. Wir bleiben in Firmenanleihen untergewichtet.
- Wir bleiben beim USD vorsichtig, v. a. aus CHF-Sicht. Grund sind die Vertrauenskrise in die US-Politik und die lockerere US-Geldpolitik.

Wachstum durch Schwellenländer nutzen

Die globalen Märkte treten in eine Phase ein, in der selektive Wachstumspositionen beim Portfolioaufbau immer wichtiger werden. Das globale Wachstum bleibt zwar moderat, aber die sinkende Inflation und die Aussicht auf tiefere US-Leitzinsen schaffen ein günstigeres Umfeld für Risikoanlagen. In unseren Multi-Asset-Strategien begünstigt dies eine leichte Neigung zu Wachstumssegmenten, v. a. Schwellenländeraktien, die weiterhin attraktive Bewertungen und sich allmählich verbessernde Fundamentaldaten bieten.



Unser aktuelles Übergewicht in den breiten Schwellenländern widerspiegelt diesen positiven Ausblick. Viele Länder profitieren von der vergangenen geldpolitischen Lockerung und das externe Umfeld wurde durch den schwächeren USD, die tieferen globalen Anleiherenditen und die verbesserte Risikostimmung günstiger. Der Inflationsdruck nimmt durch stärkere Lokawährungen und den Zustrom günstigerer chinesischer Güter weiter ab, was in diversen Schwellenländern zur Disinflation beiträgt. Gleichzeitig erwiesen sich die erwarteten negativen Effekte der Handelszölle als relativ gering, wobei die Exporte verschiedenster Schwellenländer im Jahresvergleich nach wie vor ein solides Wachstum verzeichnen. In diesem Umfeld zeichnet sich China durch seine Resilienz aus – nicht nur bei der Exportleistung, sondern auch durch ein besonders starkes Wachstum im Hightech-Sektor. Um das Gleichgewicht zu halten, werden diese Wachstumspositionen durch Allokationen in Sachwerte und hochwertige Staatsanleihen ergänzt, die stabile Erträge, Inflationsschutz und Diversifikation bieten. Dieser Ansatz widerspiegelt eine Multi-Asset-Strategie mit dem Ziel, zyklische Chancen zu nutzen und dabei die langfristige Resilienz aufrechtzuerhalten.

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.