

Market

Oktober 2025

Fühlen Sie
sich zuhause



WKB

VERMÖGENSVERWALTUNG

wkb.ch

2 Vorwort

3 Einschätzung zur wirtschaftlichen Entwicklung

4 Wie haben sich die Finanzmärkte entwickelt?

6 Positionierung und Veränderungen

7 Kommentar zu den Anlageentscheidungen

8 Übersicht Performance

Vorwort

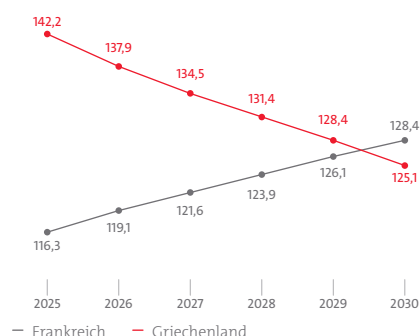
SITTEN, DEN 24. SEPTEMBER 2025

Die Verschlechterung des US-Arbeitsmarktes im Fokus der Anleger

Während die weltweiten Börsen seit Jahresbeginn weiter zulegen – wenn auch im August mit moderateren Zuwächsen – rückt die Verschlechterung des Arbeitsmarktes, insbesondere in den Vereinigten Staaten, in den Mittelpunkt des Interesses der Anleger. Die offensichtliche Schwäche bei der Schaffung von Arbeitsplätzen in diesem Sommer, die durch erhebliche Korrekturen für die Vormonate noch verstärkt wurde, zeigt, dass der Arbeitsmarkt jenseits des Atlantiks deutlich weniger dynamisch ist als zuvor angenommen. Umso mehr, als das zuständige US-Statistikamt einen Bericht veröffentlicht hat, aus dem hervorgeht, dass der Rückgang der Schaffung von Arbeitsplätzen bereits seit geraumer Zeit eingesetzt hat. Parallel dazu beschleunigt sich die Inflation in den USA erneut, was die Aufgabe der Federal Reserve weiter erschwert. Die Kernpreise (ohne Lebensmittel und Energie) steigen im Jahresvergleich um mehr als 3%. Die bereits hohen Immobilienpreise und Gesundheitskosten sinken nicht – ein weiterer Grund zur Sorge für die US-Währungsbehörden. Was unsere Positionierung angeht, so geht unser Basisszenario von einem weiterhin robusten, aber moderaten Wachstum in den USA in diesem Jahr aus. Wir schliessen eine Rezession aus und stellen fest, dass die Inflation – kurzfristig durch die Auswirkungen der Zollerhöhungen angekurbelt – bereits präsent ist.

Ein weiterer wichtiger Punkt ist die Verschuldungssituation der Staaten. Während die Haushaltslage in den USA weiterhin kritisch ist, gibt die Staatsverschuldung Frankreichs den Anlegern erneut Anlass zur Sorge. Nach Angaben des Internationalen Währungsfonds wird die Staatsverschuldung Frankreichs innerhalb von fünf Jahren die Griechenlands übersteigen. Für einige Ratingagenturen befindet sich Frankreich derzeit auf dem gleichen Niveau wie Estland oder Malta. Die Verschuldung Frankreichs hat nicht nur zu einer schlechteren Bewertung geführt, auch die Schwierigkeiten des Landes, sein Defizit zu reduzieren, sind nach wie vor erheblich.

IWF: Vorhersage Staatsverschuldung
(in % BIP)



Quelle: Internationaler Währungsfonds IWF

In der Schweiz erwarten wir für dieses Jahr ein robustes Wirtschaftswachstum – deutlich über dem der meisten europäischen Nachbarländer – und eine unveränderte Geldpolitik. Wir rechnen nämlich nicht mit Zinsänderungen seitens der Schweizerischen Nationalbank (SNB) in diesem Jahr, und unser Basisszenario schliesst die Einführung von Negativzinsen aus. Mehrere Faktoren sprechen für eine Beibehaltung der aktuellen Politik. Erstens liegen die Inflationszahlen für das laufende Quartal leicht über den Prognosen der SNB. Damit sind die Risiken einer Deflation – die niedrigere Zinsen seitens der Währungsbehörden zur Folge hätte – gesunken. Zweitens haben die Verantwortlichen der SNB im Sommer deutlich gemacht, dass die Einführung von Negativzinsen Ausnahmefällen vorbehalten ist – was derzeit nicht der Fall ist. Ein dritter Punkt betrifft den Wechselkurs. Der Schweizer Franken hat gegenüber dem US-Dollar stark an Wert gewonnen, gegenüber dem Euro jedoch nur geringfügig. Mit einem unterschiedlichen Transmissionseffekt auf die Inflation hat ein schwächerer Dollar weniger Einfluss auf den Preisdruck in der Schweiz und verstärkt daher nicht – wie zuvor der Euro – einen allgemeinen Preistrend nach unten. In unserem Basisszenario gehen wir weiterhin von einer anhaltenden Schwäche des US-Dollars aus.



Gero Jung

Gero Jung
Leiter Anlagestrategie

Mitwirkende

Gero Jung, Leiter Anlagestrategie
Andrin Albrecht, Anlagestrategie

Angaben vom 25.09.2025

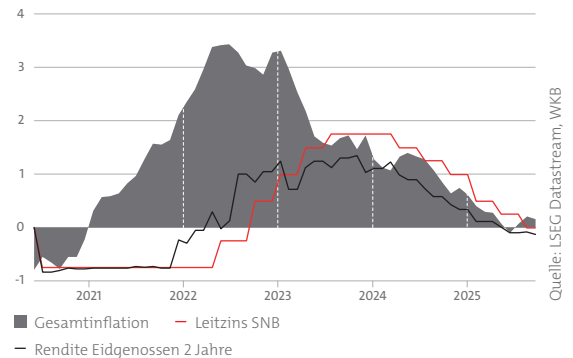
Einschätzung zur wirtschaftlichen Entwicklung

In der Schweiz hält die Debatte um Negativzinsen weiter an. Der Arbeitsmarkt in den USA verschlechtert sich und eröffnet damit der Fed die Möglichkeit die Zinsen zu senken.

Sind nun Negativzinsen aufgrund der Importzölle zu erwarten?

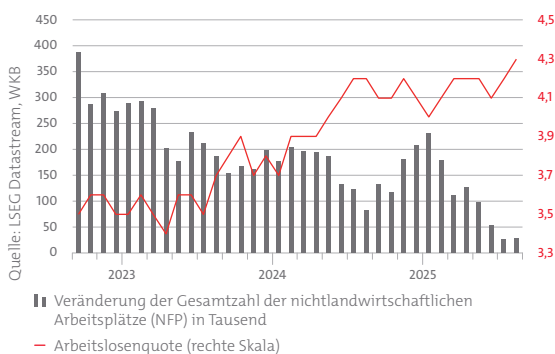
Der Schock in der Schweiz ist gross, und ein mehr oder weniger akzeptables Ergebnis bzgl. den US-Importzöllen scheint ausser Reichweite zu sein. Die Schweiz muss sich wohl mit einem besonders hohen US-Zolltarif begnügen. Der jüngste Zollhammer hat auch Auswirkungen auf die Geldpolitik. Die Schweiz nähert sich den Negativzinsen. Bei der letzten Lagebeurteilung hat die Nationalbank deutlich gemacht, dass die Hürden für die Einführung von Negativzinsen hoch sind. Die SNB ist sich der möglichen Nebenwirkungen von Negativzinsen bewusst und dürfte eine solche Massnahme daher nur dann in Betracht ziehen, wenn sich die Wirtschaftsaussichten deutlich eintrüben, das Deflationsrisiko steigt oder der Schweizer Franken stark aufwertet. Angesichts der relativ moderaten Zollbelastung war der Druck auf die Nationalbank bisher nicht allzu gross. Mit den höchsten Zöllen in Europa läuft die Nationalbank jedoch Gefahr, Negativzinsen letztlich nicht vermeiden zu können. Die Konfrontation mit den Vereinigten Staaten hat auch den Handlungsspielraum für Interventionen am Devisenmarkt eingeschränkt, da diese die Schweiz noch stärker ins Visier der imperialistisch geprägten Handelspolitik der US-Regierung bringen könnten.

Schweiz - Aktuelles Zinsniveau in %



USA - Beschäftigung ausserhalb der Landwirtschaft (NFP) und Arbeitslosenquote

NFP gleitender Durchschnitt über 3 Monate, Arbeitslosenquote in %



Wie sind die letzten «enttäuschenden» Arbeitsmarktzahlen zu interpretieren?

Das Beschäftigungswachstum in den USA verlangsamt sich weiter und die Breite der Neueinstellungen nimmt ebenfalls ab. Der Markt sieht darin aber (noch) keinen Anlass zur Sorge, wieso das? Man könnte sagen, die Börsen sind die Kurzzusammenfassung der unmittelbaren Zukunft. So fokussieren sich die Finanzmärkte aktuell sehr stark auf die Entwicklung der US-Leitzinsen. Ein schwacher Arbeitsmarkt lässt eine bzw. mehrere Leitzinssenkung sehr wahrscheinlich werden. Aufgrund dieser Logik sind insbesondere die Aktienmärkte positiv gestimmt, da tiefere Zinsen sinkende Kapitalkosten bedeuten und somit die aktuell bereits erhöhten Bewertungen rechtfertigen. Sollte sich die Abschwächung des Arbeitsmarktes in den USA aber fortsetzen und die Fed womöglich die Zinsen zu spät gesenkt haben, könnte die positive Stimmung auch schnell kippen, da das Szenario einer Rezession in den USA wieder in den Fokus der Börsen rücken könnte.

Die Arbeitslosenquote in den USA nähert sich einem Vierjahreshoch.

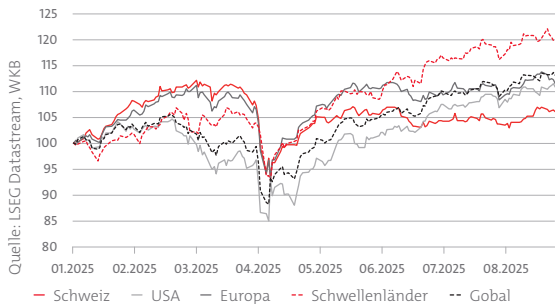
Das Beschäftigungswachstum in den USA schwächte sich im August deutlich ab. Die Arbeitslosenquote stieg auf 4,3 % und damit auf den höchsten Stand seit vier Jahren. Dies bestätigt, dass sich die Lage auf dem US-Arbeitsmarkt abschwächt und untermauert die Argumente für weitere Zinssenkung durch die US-Notenbank im Laufe dieses Jahres. Die Zahl der Beschäftigten ausserhalb der Landwirtschaft stieg im letzten Monat nur um 22'000, nachdem sie im Juli um 79'000 gestiegen war, wie das Bureau of Labor Statistics mitteilte. Von Reuters befragte Ökonomen hatten einen Anstieg der Beschäftigtenzahlen um 75'000 Stellen prognostiziert. Revisionen der Daten aus der Unternehmensumfrage zeigten auch, dass die Beschäftigtenzahlen im Juni um 13'000 Stellen zurückgegangen sind, was den ersten Rückgang seit Dezember 2020 darstellt, anstatt wie im letzten Monat gemeldet um 14'000 zu steigen. Unterdessen erklärte das Weisse Haus, es erwarte, dass die Fed nach dem «enttäuschenden» Arbeitsmarktbericht vom August grössere Zinssenkungen in Betracht ziehen werde.

«Der US Arbeitsmarkt durchläuft eine Schwächephase weshalb die US-Notenbank weitere Zinssenkungen in Betracht zieht.»

Wie haben sich die Finanzmärkte entwickelt?

Dank sei Corporate America! Die Aktienmärkte sind weiterhin positiv gestimmt, insbesondere aufgrund der robusten Gewinnentwicklung der amerikanischen Tech-Unternehmen. In Europa lässt das Gewinnwachstum aber noch auf sich warten.

4 | Entwicklung der Aktienmärkte seit Jahresbeginn Gesamtrendite, lokale Währung, Basis 100



Aktienmärkte weiter steigend

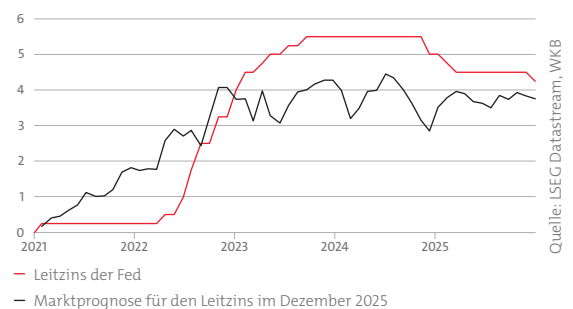
Die globalen Aktienmärkte legten im August weiter zu, wobei Ende August die Sorge um die hohe Staatsverschuldung der meisten Industrieländer die Aktienmärkte belastete. Laut einer monatlichen Umfrage zeigten sich Fondsmanager moderat optimistisch in Bezug auf risikoreiche Anlagen. Aktien aus Schwellenländern legten in US-Dollar gerechnet seit Jahresbeginn um 19,5 % zu, wobei sich die asiatischen Schwellenländer besonders stark entwickelten. Die Anleger begrüßten die Anzeichen für ein anhaltendes Wirtschaftswachstum in den Entwicklungsländern, trotz der Unsicherheit hinsichtlich der US-Zölle. US-Aktien legten bis Ende August seit Jahresbeginn um knapp 10% zu, da die Anleger die über den Erwartungen liegenden Quartalsergebnisse von Unternehmen wie Apple, Meta und Microsoft positiv aufgenommen. Ebenso positiv werden die erwarteten Leitzinssenkungen der US-Notenbank auf dem Börsenparkett bewertet. In diesem Kontext dürfte vor allem der breitere US-Aktienmarkt (exkl. Mag 7) profitieren und damit die Aktienkurserholung nach dem Einbruch im April ein breiteres Momentum erfahren.

«Die Anleger begrüßten die Anzeichen für ein anhaltendes Wirtschaftswachstum in den Entwicklungsländern, trotz der Unsicherheit hinsichtlich der US-Zölle.»

Fed auf Kurs für eine Reihe von Zinssenkungen

Die US-Notenbank hat zum ersten Mal in diesem Jahr die Zinsen gesenkt sowie weitere Senkungen in den kommenden Monaten angekündigt. Das Argument für die aktuelle Zinssenkung sowie für die weiter zu erwartenden Zinssenkungen liegt in dem sich abschwächenden Arbeitsmarkt in den USA. Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank, das Gremium, welches über Anpassungen des Leitzinssatzes entscheidet, senkte die Bandbreite für den US-Leitzins auf 4 bis 4,25 Prozent und entsprach damit den Erwartungen der Wall Street. «Der Beschäftigungszuwachs hat sich verlangsamt, und die Arbeitslosenquote ist leicht gestiegen, bleibt aber weiterhin niedrig», erklärte der für die Zinssenkungen zuständige Ausschuss der US-Notenbank in einer Stellungnahme und fügte hinzu, dass sich die «Risikobilanz» zugunsten der Priorisierung seiner Verpflichtung zur Sicherung der Arbeitsplätze der Amerikaner gegenüber den Inflations-sorgen verschoben habe. Die zusammen mit der Entscheidung der Fed veröffentlichten Wirtschaftsprognosen zeigten, dass die meisten Spitzenvertreter der Zentralbank bis zum Ende dieses Jahres mindestens zwei weitere Zinssenkungen erwarten.

Leitzinsen und Prognosen für Ende 2025 USA, in %

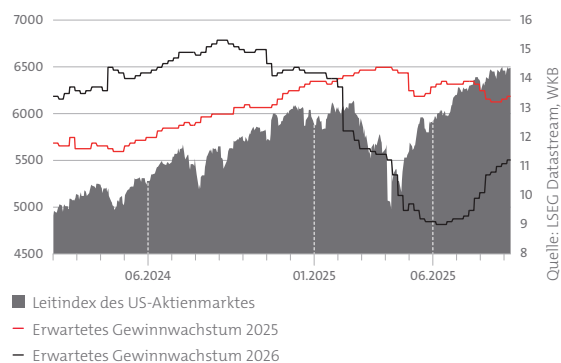


Das Gewinnwachstum der amerikanischen Unternehmen ist weiterhin solide

Es ist leicht, sich von der aktuellen Berichtssaison der US-Unternehmen beeindrucken zu lassen. Jedoch betrachtet man möglicherweise die falschen Zahlen, wenn man versucht, die tatsächlichen Auswirkungen der von Präsident Donald Trump verhängten Zölle zu ermitteln. Die Lage könnte sich erst im Oktober klären und selbst dann nur teilweise. Nachdem nun die meisten der S&P-500-Unternehmen ihre Ergebnisse für das zweite Quartal veröffentlicht haben, liegt die geschätzte durchschnittliche jährliche Gewinnsteigerung laut den Daten von LSEG bei 12 %. Das ist mehr als doppelt so viel, wie die zurückhaltenden Erwartungen vor einem Monat noch erwarten liessen. Interessanterweise entspricht dieses Wachstum genau den Prognosen, welche anfang Jahr für das zweite Quartal ein Gewinnwachstum von 12% prognostizierten. Dies vermittelt den Eindruck, dass die viel befürchteten Auswirkungen der US-Importzölle trotz der Turbulenzen im April wie Rauch verfliegen sind.

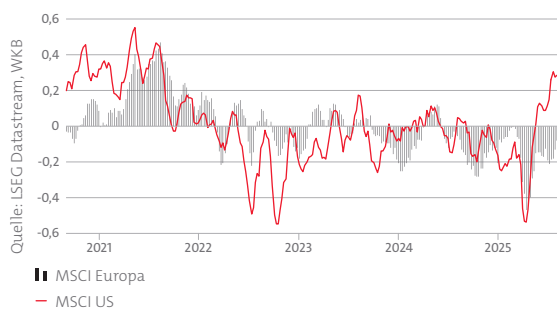
Positive Gewinnentwicklung am US-Aktienmarkt

Index in Punkten (linke Achse), Gewinnwachstum (rechte Achse)



Gewinnrevisionen in Europa und den USA

IBES Global Aggregates, Anzahl der Unternehmen mit positiven vs. negativen Gewinnrevisionen (monatliche Veränderung)



Im Vergleich zu den USA sieht das Gewinnwachstum in Europa weniger positiv aus

Europäische Unternehmen bleiben in Punkto Gewinnwachstum für das zweite Quartal hinter den amerikanischen Konkurrenten zurück. Da mehr als die Hälfte der Unternehmen im Stoxx Europe 600 ihre Ergebnisse bereits veröffentlicht haben, wird der Index laut Bank of America (BoFA) im Vergleich zum Vorjahr voraussichtlich kein Gewinnwachstum verzeichnen, was den Optimismus hinsichtlich einer Erholung der Aktienmärkte in Europa dämpfen dürfte. Im Gegensatz dazu sind die Unternehmen im S&P 500 laut BoFA auf dem besten Weg, ein tiefes zweistelliges Gewinnwachstum gegenüber dem Vorjahr zu erzielen, was vor allem auf die starken Ergebnisse der Technologiegiganten aus dem Silicon Valley und den Wall-Street-Banken zurückzuführen ist. In Europa hat laut BoFA kaum die Hälfte der Unternehmen, die ihre Gewinne gemeldet haben, die Erwartungen der Analysten übertroffen. Dahingegen war der amerikanische Aktienindex, S&P 500, auf dem besten Weg, eine der größten Anzahl positiver Überraschungen im Verhältnis zu den Erwartungen seit 25 Jahren zu verzeichnen.

«Die Schweizerische Nationalbank könnte trotz der von Trump verhängten Zölle von Negativzinsen Abstand nehmen.»

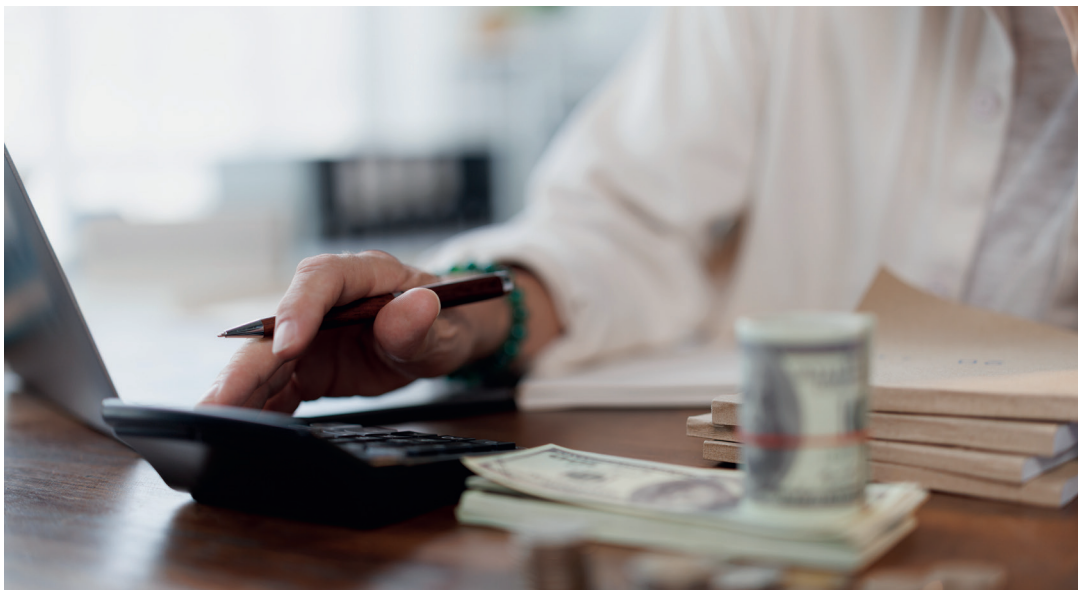
Positionierung und Veränderungen

6 |

	Gewichtungen						
	---	--	-	=	+	++	+++
Cash							
Anleihen							
Qualitätsanleihen							
Kreditrisiko High Yield/EM							
Duration							
Themen	Anleihen aus Schwellenländern, High Yield Europa, ausländische vs. inländische Anleihen						
Aktien							
Schweiz							
Europa/UK							
USA							
Entwicklungsländer							
Themen	Gesundheit in den USA; Infrastruktur						
Alternative Anlagen							
Hedge Funds							
Immobilien							
Gold							
Themen							
Währungen vs CHF							
EUR							
USD							
Themen							

Kommentar zu den Anlageentscheidungen

Die US-Zentralbank senkt die Leitzinsen aufgrund des schwächelnden Arbeitsmarktes und stimuliert damit die Stimmung an den Börsen in positiver Hinsicht, insbesondere da in der Kommunikation zum Leitzinsentscheid eine zukünftige Lockerung der Geldpolitik in Aussicht gestellt wurde.



17

Nach dem Sommer nimmt die Aktivität an den Finanzmärkten wieder Fahrt auf

Erneut herrscht an den Märkten eine positive Stimmung. Die Anleger sind weniger besorgt über eine sich abkühlende US-Konjunktur. Ebenso gibt es aufgrund der schwächeren Beschäftigungsdaten genügend Gründe für die US-Notenbank, die Zinsen in den kommenden Monaten weiter zu senken. Gleichzeitig reduziert sich die Inflation in den USA nicht so schnell, wie dies von der US-Notenbank gewünscht wird.

«Wir reduzieren die sektorspezifische Allokation im Bereich des US-Gesundheitssektor und Erhöhen das Gewicht des Gesamtmarktes, da dieser historisch jeweils von sinkenden Zinsen profitiert hat.»

Auch das Thema der Künstlichen Intelligenz trägt weiterhin zu einer positiven Stimmung bei. So konnte Oracle, ein US-Unternehmen, welches ein eigenes Datenbanksystem betreibt und vermarktet, dank neu abgeschlossener Verträge mit US-Technologieunternehmen ein starkes Umsatzwachstum in Aussicht stellen. An der Börse folgte daraufhin ein Kurssprung um mehr als 30%. Ebenso stark avancierte das US-Chipunternehmen Intel, nachdem bekannt wurde, dass sich der Branchenprimus, Nvidia, am Unternehmen in Höhe von 5 Mrd. US-Dollar beteiligt.

Starke Gewinnentwicklung vs. hohe Bewertung

In allen drei Marktsegmenten (Large, Mid und Small-Caps) lag die durchschnittlich berichteten Gewinnzahlen über den Erwartungen der Analysten. Daraus resultierend hat sich das erwartete Gewinnwachstum des S&P 500 für das aktuelle Jahr von knapp 9% auf 11% beschleunigt. Für das Jahr 2026 und 2027 wird ein Gewinnwachstum von mehr als 13% erwartet. Diese starke Gewinnentwicklung geht jedoch auch mit einer sehr teuren Bewertung einher, welche im Durchschnitt zum 22-fachen der Gewinne für die kommenden 12 Monate gehandelt werden. Global betrachtet notieren die Aktienmärkte auf einem Niveau, das darauf hindeutet, dass die Risiken für das Wachstum oder weitere negative politische Schocks durch starke Unternehmensgewinne mehr als ausgeglichen werden. Zwar wurde der Optimismus des Marktes hinsichtlich der Gewinne durch eine solide Berichtssaison untermauert, doch erscheinen Aktien hoch bewertet, und es gibt nur sehr wenig Spielraum für Enttäuschungen im Falle negativer verzögerter Auswirkungen der Zollkampagne von Präsident Donald Trump.

Im Bereich der festverzinslichen Anlagen sind einige Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit Trumps Angriffen auf die Fed eingepreist, welches in einer sinkenden Volatilität der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen ersichtlich wird. Aufwärtsrisiken für die Renditen der US-Staatspapiere könnten jedoch in einem erneuten Anstieg der Inflation sowie einer stärker werdenden Sorge rund um die US-Staatsverschuldung liegen.

Angesichts der weniger attraktiven Bewertungen bleiben wir neutral gegenüber Aktien und Anleihen und reduzieren die sektorspezifischen Allokationen zu Gunsten des Gesamtmarktes. Wir halten weiterhin einen erhöhten Cash-Bestand, um in den kommenden Monaten von Korrekturphasen zu profitieren bzw. taktische Allokationen im Bereich der alternativen Anlagen (bspw. Katastrophenanleihen) erneut auszubauen.

Übersicht Performance

Daten bis 25.09.2025

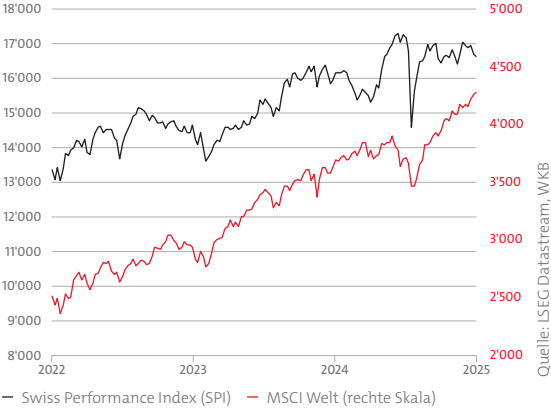
	Seit 1 Monat (% in Lokalwährung)	2025 (% in Lokalwährung)	2025 (%, in CHF)
Aktien			
Welt	2,1	16,9	2,5
Schweiz	-2,3	7,6	7,6
Eurozone	-0,9	17,2	16,4
USA	2,9	14,1	0,1
Anleihen			
Staatsanleihen	0,5	2,1	-5,8
Unternehmensanleihen	1,5	15,0	0,8
Entwicklungsländer USD	2,4	13,2	-0,7

	Renditen	Seit 1 Monat (absolute Veränderung)	2025 (absolute Veränderung)
Zinsen			
3 Jahre - Schweiz	-0,02	0.00	-0.09
3 Jahre - Deutschland	2,08	0.08	0.07
3 Jahre - USA	3,60	-0.02	-0.67
10 Jahre - Schweiz	0,24	-0.08	-0.04
10 Jahre - Deutschland	2,75	0.02	0.39
10 Jahre - USA	4,15	-0.11	-0.43

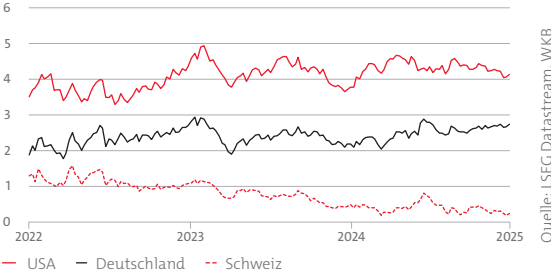
	Wechselkurs	Seit 1 Monat (%)	2025 (%)
Währungen			
EUR/CHF	0.933	-0,6	-0,6
USD/CHF	0.795	-0,9	-12,3

	Kurs/Preis	Seit 1 Monat (%)	2025 (%)
Alternative Anlagen			
Immobilien indirekt Schweiz	215	-0,3	4,9
Gold (USD / once)	3754	11,2	43,0
Öl (WTI, USD, baril)	65	2,1	-9,7

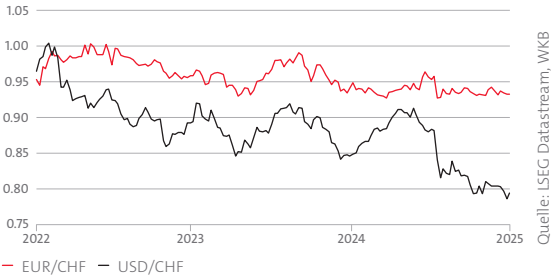
Aktien Schweiz und Welt (Preisindex)



Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen



Wechselkurse



Entwicklung der Gold- und Immobilienpreise

