

Market

November 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

Mitwirkende
Gero Jung, Leiter Anlagestrategie
Clara Cialini, Anlagestrategie

Angaben vom 27.10.2025

Vorwort

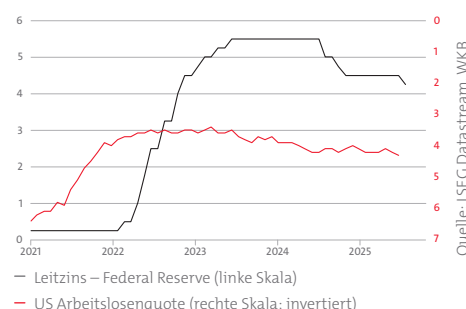
SITTEN, DEN 28. OKTOBER 2025

Da keine wichtigen Wirtschaftsstatistiken der US-Regierung vorliegen, wirken die soliden Unternehmensergebnisse besonders beruhigend

Während sich die Weltwirtschaft an eine durch neue Handelspolitiken veränderte Landschaft anpasst, zeigt sich das konjunkturelle Umfeld hierzulande als widerstandsfähig. In der Schweiz basiert die wirtschaftliche Dynamik auf der Binnennachfrage, die durch einen robusten Arbeitsmarkt und einen Anstieg der Reallöhne gestützt wird. Demgegenüber bleibt die Schwäche der Exporte, die mit der Konjunkturabschwächung in der Eurozone sowie den von der US-Regierung verhängten Zöllen zusammenhängt, ein Hemmnis. Die Inflation bleibt auf einem niedrigen Niveau und dürfte bei etwa null Prozent liegen (0,2% im Jahr 2025). Sie steigt, wie von der Nationalbank prognostiziert, leicht an und dürfte 2026 ein etwas höheres Niveau erreichen. Die aktuellen Zahlen sprechen nicht für negative Zinssätze. Der handelsgewichtete reale Frankenkurs blieb in den vergangenen Monaten relativ stabil. Ausserdem ist kein Ansturm auf sichere Anlagen zu erwarten, die einen Aufwärtsdruck auf den Franken ausüben könnten. In diesem Umfeld bleibt der Schweizer Franken eine starke Währung, während die Schwäche des US-Dollars ein allgemeineres Phänomen ist.

Im Oktober, auch aufgrund des Mangels an Wirtschaftsberichten der US-Regierung, beruhigen solide Unternehmensergebnisse die nervösen Anleger, denen es an Daten fehlt. Der quasi-Stillstand der US-Regierung dauerte bereits lange genug, um die Veröffentlichung wichtiger Berichte über den Arbeitsmarkt, die Konsumausgaben und die Inflation zu verhindern oder zu verzögern. Die dadurch entstandene Lücke rückte Ereignisse stärker in den Vordergrund die Schlagzeilen machten, wie Berichte über Probleme auf dem Kreditmarkt. Anfang Oktober richtete sich die Aufmerksamkeit auf die regionalen Banken in den USA, wobei das Kreditrisiko wieder in den Vordergrund der Anlegerbesorgnisse rückte. Unserer Einschätzung nach dürfte die Volatilität im US-Finanzsektor begrenzt bleiben und kaum zu einer globalen Ansteckungssituation führen.

US Leitzinsen & Arbeitsmarkt
(in %)



Ein Blick in die jüngere Vergangenheit zeigt: während einige Investoren befürchteten, dass der Anstieg der Zinssätze nach der Corona-Pandemie die US-Wirtschaft in eine Rezession stürzen würde, haben die neuesten Daten die Analysten beruhigt, da sie insgesamt zeigen, dass die Wirtschaft solide ist. All dies vor dem Hintergrund, dass die Dynamik der USA durch eine Wirtschaft mit zwei Geschwindigkeiten gekennzeichnet ist. Auf der einen Seite ein boomender Markt, der durch Investitionen in neue Technologien (künstliche Intelligenz, KI) angetrieben wird. Auf der anderen Seite steigen die Lebenshaltungskosten bei gleichzeitig sinkenden Reallöhnen, was weiterhin das Einkommen des durchschnittlichen Amerikaners belastet. Die Aussichten für Inflation und Zinsen sind ein Bereich, in dem die Meinungen auseinandergehen. Viele Analysten und auch die Marktprognosen sprechen weiterhin für ein «Goldilocks»-Szenario. Das wäre ein perfektes Gleichgewicht, bei dem Inflation und Leitzinsen der Zentralbank wieder auf ihre Ziele zurückkehren, ohne das Wachstum zu schwächen. Auch wenn wir davon ausgehen, dass die US-Notenbank ihren Zinsensenkungszyklus in diesem Jahr fortsetzen wird, sind wir eher davon überzeugt, dass bei anhaltendem Wirtschaftswachstum das «Goldilocks»-Szenario in den USA, welches einen Rückgang der Fed-Zinsen auf 3% vorsieht, in naher Zukunft unwahrscheinlich ist. Wir gehen vielmehr davon aus, dass das Ausmass der Lockerung begrenzt sein wird, insbesondere im Jahr 2026.



Gero Jung

Gero Jung
Leiter Anlagestrategie



Clara Cialini

Clara Cialini
Anlagestrategie

Einschätzung zur wirtschaftlichen Entwicklung

USA: Die Zentralbank steht vor einer schwierigen Entscheidung zwischen Inflation und Beschäftigung

Auf den US-Märkten herrscht weiterhin Unsicherheit, da die Lähmung der Bundesregierung die Veröffentlichung mehrerer wichtiger Wirtschaftsstatistiken unterbrochen hat. Trotz dieses Mangels an offiziellen Daten erklärte der Gouverneur der Zentralbank, Jerome Powell, dass sich die Aussichten für den Arbeitsmarkt und die Inflation seit der letzten Sitzung der Federal Reserve im September, bei der die Zentralbank eine erste Senkung ihres Leitzinses in diesem Jahr vorgenommen hatte, nur wenig verändert hätten.

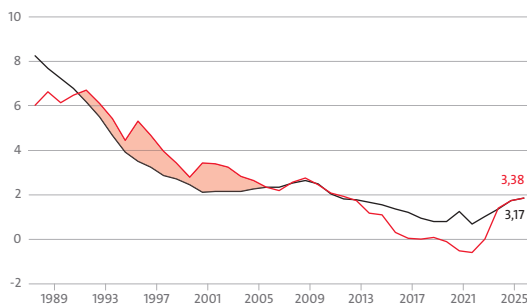
Ohne ausdrücklich eine weitere Lockerung der Geldpolitik anzukündigen, räumte der Fed-Präsident dennoch ein, dass die Verlangsamung des Arbeitsmarktes weiterhin ein grosses Problem darstelle. Seine Äusserungen wurden von den Märkten als Signal für weitere Zinssenkungen in den kommenden Monaten interpretiert, da die Fed ein Gleichgewicht zwischen der Bekämpfung der Inflation und der Sicherung von Arbeitsplätzen finden muss. Die Zentralbank befindet sich somit in einer «heiklen» Lage, da sie ihr Ziel der Preisstabilität erreichen will, ohne den Arbeitsmarkt übermässig zu schwächen.

Was die Bilanz angeht, setzt die Fed ihren Normalisierungsprozess fort. Nachdem sie ihre Vermögenswerte während der Pandemie durch umfangreiche Käufe von Staatsanleihen und Hypothekenspapieren auf fast 9'000 Milliarden US-Dollar erhöht hatte, hat sie seit Mitte 2022 mit einer schrittweisen Reduzierung ihres Portfolios begonnen. Die jüngsten Äusserungen von Powell deuten jedoch darauf hin, dass das Ende dieses Reduzierungszyklus näher rückt und die Fed nun bestrebt ist, ein Reserveniveau aufrechtzuerhalten, das als «ausreichend» angesehen wird, um die Liquidität des Bankensystems zu gewährleisten, ohne eine finanzielle Überhitzung zu verursachen.



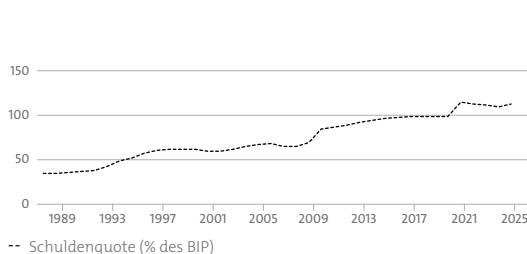
Nominales BIP und franz. Staatsverschuldung

Jährliche Veränderung des BIP über 10 Jahre (in %)



— Zuwachs nominales BIP — Rendite OAT
■ Schuldenfalle

Quelle: ISEG Datastream, WKB



-- Schuldenquote (% des BIP)

Frankreich: politische Beruhigung, aber angespannte Haushaltslage

Nach mehreren Wochen politischer Unsicherheit scheint sich die Lage in Paris mit der Rückkehr von Premierminister Lecornu nach Matignon stabilisiert zu haben. Diese Kontinuität an der Spitze der Exekutive hat kurzfristig für Beruhigung gesorgt, aber die sukzessive Herabstufung der französischen Staatsanleihen durch die Ratingagenturen Fitch (von AA- auf A+) und anschliessend durch S&P (von AA- auf A+) verdeutlicht die anhaltenden strukturellen Schwächen.

Mit einer Staatsverschuldung von fast 120% des BIP, die zu gleichen Teilen von inländischen und ausländischen Investoren gehalten wird, wächst die Abhängigkeit Frankreichs von den Finanzmärkten. Der Schuldendienst, der derzeit bei etwa 2,5% des BIP liegt, dürfte 3% übersteigen, wenn die Nullzinsemissionen fällig werden. Gleichzeitig gehen die aktuellen Prognosen von Bruttoemissionen in Höhe von fast 330 Milliarden Euro im Jahr 2025 aus, was einen deutlichen Anstieg (um etwa 10%) der Gesamtverschuldung gegenüber Ende 2024 bedeutet.

Die langfristigen Zinssätze für französische Staatsanleihen (10-jährige OAT) liegen nun über dem nominalen Wachstum, eine Konstellation, die Keynes als «Schuldenfalle» bezeichnete: Wenn die Zinssätze das Wachstum dauerhaft übersteigen, steigt die Verschuldung automatisch schneller als die Einnahmen. Vor dem Hintergrund, dass ein erheblicher Teil dieser Schulden von ausländischen Investoren gehalten wird, würde ein Vertrauensverlust zu einem raschen Anstieg der Finanzierungskosten führen, was sich unweigerlich auf das Wachstum und den Lebensstandard auswirken würde. Derzeit steht Frankreich weiterhin unter strenger Beobachtung der Investoren, in einem Kontext, in dem die Grenze zwischen Haushaltsdisziplin und struktureller Fragilität immer mehr verschwimmt.

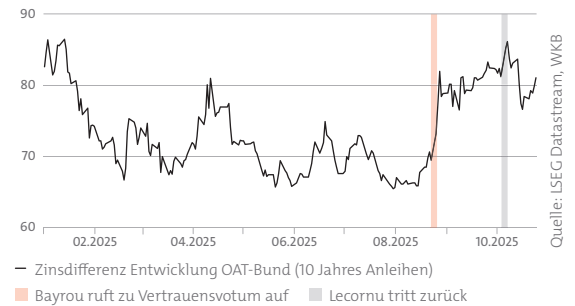
Zur Entwicklung der Finanzmärkte

4 |

Anleihemärkte

In Frankreich blieben die Märkte trotz einer turbulenten politischen Phase, die durch den Rücktritt und die anschliessende Rückkehr von Sébastien Lecornu nach Matignon geprägt war, relativ ruhig. Der Zinsunterschied zwischen französischen und deutschen 10-jährigen Staatsanleihen (Spread) erreichte kurzzeitig fast 0,9%, bevor er wieder auf ein Niveau von unter 0,8% oder 76 Basispunkten zurückging. Die Anleger bevorzugten die wiederhergestellte Regierungsstabilität gegenüber der Angst vor vorgezogenen Wahlen.

Zinsdifferenz Entwicklung OAT-Bund (10 Jahres Anleihen)
In Basispunkten



Aktienmärkte

« Auch Schweizer Aktien entwickelten sich im Oktober positiv. »

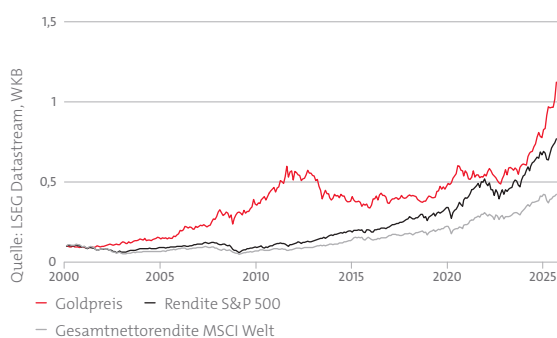
Im Oktober erreichten die weltweiten Aktienmärkte, insbesondere in den USA und Asien, neue Höchststände, was vor allem auf den Rückgang der Inflation, die Erwartung sinkender Zinsen und die anhaltende Begeisterung für Aktien im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) zurückzuführen war. Nach erhöhter Volatilität in einem Teil des Aktienmarktes im Monatsverlauf – Finanzwerte waren besonders stark betroffen – erholte sich dieser anschliessend vollständig. Parallel dazu verzeichneten die europäischen Märkte Gewinne, blieben jedoch hinter den USA zurück. Auch Schweizer Aktien entwickelten sich im Monatsverlauf positiv.





Goldpreis stärker als Aktienkurse innerhalb der letzten Jahrzehnte

Wachstum in %



Gold glänzt wie selten zuvor

Das gelbe Metall hat ein aussergewöhnliches Jahr hinter sich und sich als einer der grossen Gewinner des Marktes etabliert. Sein Kurs ist seit Jahresbeginn um fast 60% gestiegen und hat erstmals die Schwelle von 4.000 Dollar pro Unze überschritten. Der Anstieg von mehr als 30% in zwei aufeinanderfolgenden Monaten ist bereits der stärkste seit der globalen Finanzkrise. Und selbst nach einigen Schwankungen würde der Gewinn von +57% die beste Jahresperformance seit 1979 darstellen, als sich der Goldpreis infolge der Ölkrise und der galoppierenden Inflation verdoppelte.

Dieser Anstieg lässt sich durch eine Kombination aus den Erwartungen sinkender Zinssätze, anhaltenden Käufen durch Zentralbanken und einem Umfeld hoher Staatsverschuldung sowie geopolitischer Unsicherheiten erklären. In einem Umfeld, in dem das Vertrauen in Fiat-Währungen schwindet, festigt Gold seinen Status als Wertanlage und Instrument zur Diversifizierung von Portfolios.

Nach mehreren Monaten ununterbrochenen Anstiegs verzeichnete der Preis des gelben Metalls einen Rückgang von etwa 8%, den stärksten seit 2020. Diese Entwicklung gleicht einer logischen Konsolidierung nach einem Rekordanstieg, ohne die positiven Fundamente des gelben Metalls in Frage zu stellen, das weiterhin von einer starken strukturellen Nachfrage und einem günstigen makroökonomischen Umfeld gestützt wird.

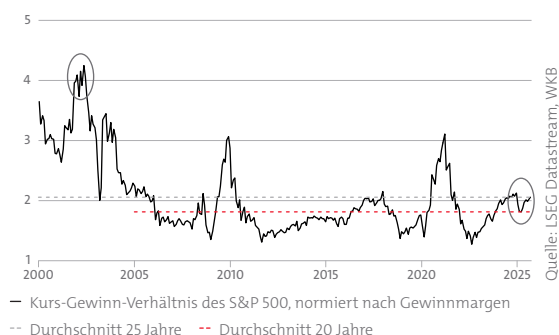
Technologie: Die Frage nach der Finanzblase kehrt zurück

Der Anteil des Technologiesektors an den Aktienmärkten war noch nie so gross wie heute. In den Vereinigten Staaten machen die grossen Digitalunternehmen mittlerweile fast die Hälfte des S&P 500 aus, der von einer kleinen Anzahl von Unternehmen dominiert wird, auf die der Grossteil der Performance entfällt. Diese Dynamik wirft Fragen auf: Befinden wir uns in einer neuen Phase der Überhitzung des Marktes?

Das um die Gewinnmargen bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 weist ein Bewertungsniveau auf, das über dem Durchschnitt der letzten zwanzig Jahre liegt. Allerdings bleibt es deutlich unter den Ausmassen, die während der Internetblase Anfang der 2000er Jahre zu beobachten waren. Mit anderen Worten: die Märkte befinden sich nicht in einer Zone der Überbewertung, die mit der der Dotcom-Ära vergleichbar wäre. Darüber hinaus betrifft die Überbewertung im Gegensatz zum Ende der 1990er Jahre nicht die gesamten Industrienationen, sondern hauptsächlich die Vereinigten Staaten.

Die grossen Technologieunternehmen zeichnen sich heute durch ihre Rentabilität, ihre Diversifizierung und ihre tiefe Verankerung in der Weltwirtschaft aus. Eine punktuelle Korrektur kann zwar nicht ausgeschlossen werden, sie wäre jedoch eher Teil einer Normalisierung als das Platzen einer Blase. Der Anstieg der Bewertungen spiegelt somit vor allem die zentrale Rolle wider, die die Technologie für das weltweite Wachstum spielt, und ist weniger ein reines Spekulationsphänomen.

Risiko einer Tech-Blase?



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	Infrastruktur					
Alternative Anlagen						
Hedge Funds						
Immobilien						
Gold						
Themen	(+) Anleihen aus Cat Bonds					
CHF vs. Währungen						
EUR						
USD						
Themen						

Änderungen durch roten Pfeil gekennzeichnet



Katastrophenanleihen: eine alternative Anlageform mit hoher Rendite, die wieder an Attraktivität gewinnt

17

Nach einer bemerkenswert widerstandsfähigen Performance der Weltwirtschaft und der Märkte im Jahr 2025 bleibt das Investmentkomitee für die Vermögensallokation zuversichtlich in Bezug auf seine allgemeinen Aussichten: anhaltend solides Wachstum und mittelfristig risikoreiche Vermögenswerte mit taktischen Engagements in verschiedenen Anlageklassen und Regionen. Vor dem Hintergrund sinkender Leitzinsen der US-Notenbank, bereits hoch bewerteter Aktienmärkte und steigender Klimarisiken erscheinen Katastrophenanleihen mehr denn je als eine alternative Anlageform, die Rendite, Diversifizierung und Widerstandsfähigkeit vereint.

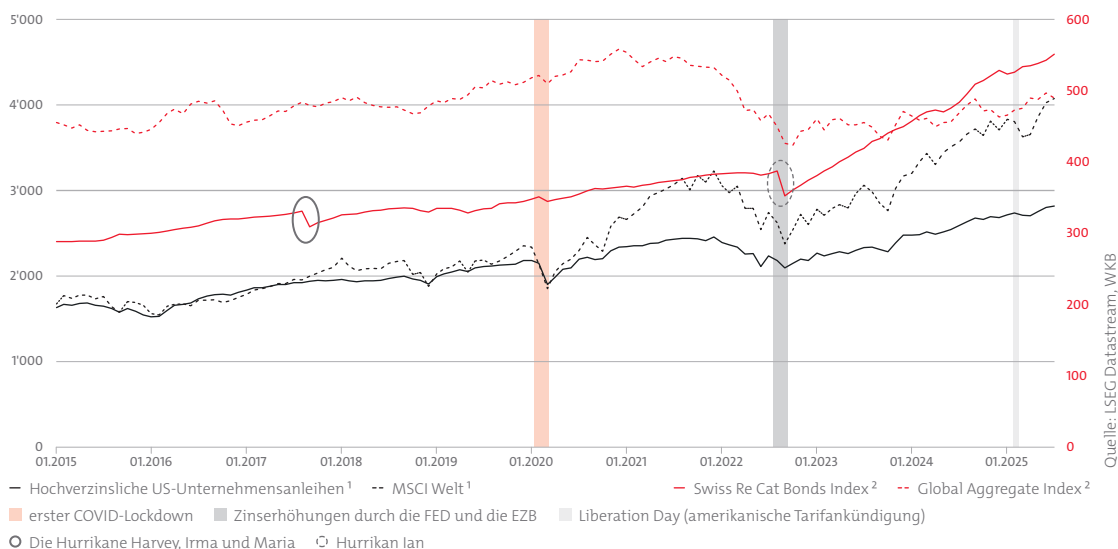
«Im Jahr 2025 erreicht der weltweite Markt für Insurance-Linked Securities (ILS) mit 18,6 Milliarden US-Dollar an Emissionen in neun Monaten ein Rekordniveau und dürfte bis zum Jahresende die Marke von 20 Milliarden US-Dollar überschreiten.»

Vor dem Hintergrund einer Zunahme extremer Wetterereignisse und anhaltender Volatilität an den Finanzmärkten erleben Katastrophenanleihen (Cat Bonds) ein Comeback. Diese Instrumente ermöglichen es Versicherungsgesellschaften, einen Teil ihrer Risiken im Zusammenhang mit Naturkatastrophen auf Anleger zu übertragen und dafür eine höhere Rendite als bei herkömmlichen Anleihen zu erzielen. Da sie nur eine geringe Korrelation zu den Aktien- und Anleihemärkten aufweisen, bieten sie eine wertvolle Diversifizierungsmöglichkeit für den Aufbau eines ausgewogenen Portfolios. Der Swiss Re Cat Bond Total Return Index verzeichnet somit eine Performance von +17,3 % im Jahr 2024 und bestätigt damit ihre stabilisierende Rolle und ihre Attraktivität in einem Umfeld niedrigerer Zinsen.

Im Jahr 2025 erreicht der weltweite Markt für Insurance-Linked Securities (ILS) mit Emissionen in Höhe von 18,6 Milliarden US-Dollar in neun Monaten ein Rekordniveau und dürfte bis zum Jahresende die Marke von 20 Milliarden US-Dollar überschreiten. Diese Dynamik spiegelt die Nachfrage institutioneller Anleger wider, die vor dem Hintergrund normalisierter Spreads (durchschnittlich 8,2 % bei einem erwarteten Verlust von 2,9 %) nach Diversifizierung und Rendite suchen.

Die historische Analyse des Swiss Re Cat Bond Unhedged USD zeigt zudem eine günstige Saisonalität: Die Performance verbessert sich tendenziell zwischen September und Dezember, einem Zeitraum, in dem in nahezu 88 % der Fälle positive Monatsrenditen erzielt werden. Nachdem wir unser Engagement in Cat Bonds diesen Sommer taktisch reduziert haben, kehren wir nun zu diesem Thema zurück. Die aktuelle Phase des Jahres erweist sich oft als günstig, um das Engagement in diesem Segment zu verstärken.

Marktschocks vs. Klimaschocks: Die Performance von Cat Bonds
Index (auf US dollar Basis)



Übersicht Performance

Daten bis 27.10.2025

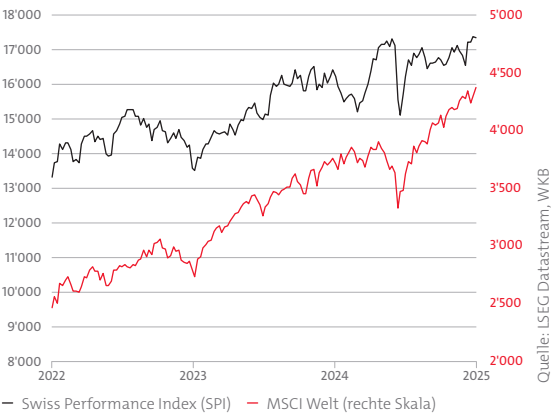
	Seit 1 Monat (% in Lokalwährung)	2025 (% in Lokalwährung)	2025 (%, in CHF)
Aktien			
Welt	2,3	19,7	5,0
Schweiz	4,2	12,1	12,1
Eurozone	3,8	21,7	19,8
USA	2,3	16,8	2,5
Anleihen			
Staatsanleihen	1,1	3,2	-5,3
Unternehmensanleihen	0	0	0
Entwicklungsländer (USD)	0	0	0

	Renditen	Seit 1 Monat (absolute Veränderung)	2025 (absolute Veränderung)
Zinsen			
3 Jahre - Schweiz	-0,08	-0.06	-0.15
3 Jahre - Deutschland	2,01	-0.09	-0.01
3 Jahre - USA	3,48	-0.17	-0.79
10 Jahre - Schweiz	0,16	-0.06	-0.12
10 Jahre - Deutschland	2,62	-0.12	0.26
10 Jahre - USA	4,00	-0.19	-0.58

	Wechselkurs	Seit 1 Monat (%)	2025 (%)
Währungen			
EUR/CHF	0.925	-0,9	-1,5
USD/CHF	0.795	0,1	-12,2

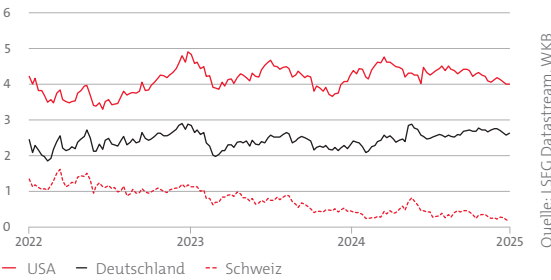
	Preis	Seit 1 Monat (%)	2025 (%)
Alternative Anlagen			
Immobilien indirekt Schweiz	217	1,3	6,2
Gold (USD / Unze)	4121	9,8	57,0
Öl (WTI, USD, Barrel)	62	-4,8	-14,0

Aktien Schweiz und Welt (Preisindex)



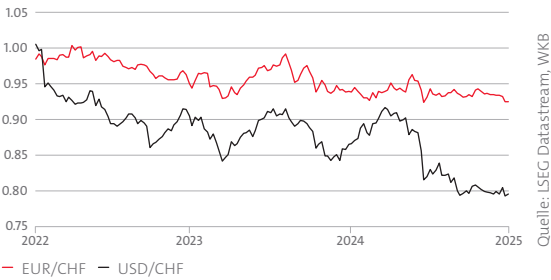
Quelle: LSEG Datastream, WKB

Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen



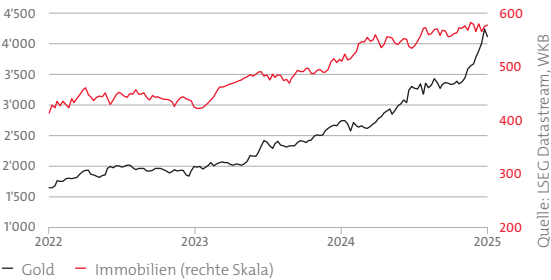
Quelle: LSEG Datastream, WKB

Wechselkurse



Quelle: LSEG Datastream, WKB

Entwicklung der Gold- und Immobilienpreise



Quelle: LSEG Datastream, WKB