

Zinsen und Obligationen

Dezember

01.12.2025

Alle Augen auf die Fed: Am 10. Dezember fällt der letzte US-Zinsentscheid des Jahres. Der Ausgang bleibt ungewiss und wird die Finanzmärkte bis zum Jahresende prägen. In der Schweiz und in Europa sind keine Zinsanpassungen zu erwarten, doch die Inflations- und Wachstumsprognosen werden Hinweise auf mögliche Zinssenkungen im nächsten Jahr liefern. Wir geben einen Rückblick auf das Geschehen am Zins- und Obligationenmarkt im November und einen Ausblick auf die Erwartungen am Markt für die kommenden Monate.

Schweizer Obligationenmarkt

In der Schweiz läuft weiterhin die Berichtssaison der Unternehmen, weswegen auch im November nur wenig emittiert wurde. Erwähnenswert ist allerdings eine Triple-Tranche-Emission der Sika: Bereits zum zweiten Mal in diesem Jahr hat das Schweizer Industrieunternehmen eine Emission mit drei Tranchen ausgegeben und erfolgreich platziert. Ausserdem ist Galenica aufgefallen: Der seltene Emittent mit BBB-Rating, der seit Anfang 2024 nicht mehr am Markt war, hat erfolgreich einen sieben-jährigen Bond über 260 Millionen Franken begeben. Auf relativ wie auch auf fundamentaler Basis stuften wir diese Emission als attraktiv ein und haben den neuen Bond entsprechend in unsere Schweizer-Franken-Top-Pick-Liste aufgenommen.

SNB: Nullzins bleibt, aber Wirtschaft schwächelt

Im November stand in der Schweiz zwar kein Zinsentscheid an, aber es wurden wichtige Konjunkturdaten veröffentlicht: Das Bruttoinlandprodukt ist im dritten Quartal um 0,5 Prozent zurückgegangen, die erste Kontraktion seit 2023. Nach dem kräftigen Wachstum von 0,8 Prozent im ersten Quartal – geprägt durch vorgezogene Exporte in die USA im Zuge der Zollunsicherheiten – und einem moderaten Wachstum von 0,1 Prozent im zweiten Quartal zeigt das dritte Quartal nun die erwartete Abkühlung. Der Index der Schweizer Uhrenexporte, der gerne als Sentiment-Indikator verwendet wird, zeigt für Oktober einen zollbedingten Rückgang von 47 Prozent bei den Exporten in die USA, was den Gesamtindex um 4,4 Prozent senkt.



«Die Schweizer Industrie leidet unter den US-Zöllen und dem starken Franken, was den Druck auf die SNB erhöht.»

Joel Gubser
Investment Advisor

Nicht nur das BIP und die Exporte zeigen sich verhalten, auch die Inflationszahlen liegen unter den Erwartungen: Die jüngsten Inflationsdaten bestätigen das gedämpfte Preismfeld in der Schweiz – die Teuerung liegt bei lediglich 0,1 Prozent gegenüber dem Vorjahr und bei minus 0,3 Prozent im Monatsvergleich. Beide Werte reflektieren vor allem tiefere Importpreise infolge des starken Frankens. Allerdings zeigen auch die Kern- und Inlandspreise eine rückläufige Tendenz. Damit war der Oktober bereits der dritte Monat in Serie mit sinkenden Konsumentenpreisen. Rechnet man den Index ohne Wohnungsmieten, läge die Teuerung im Jahresvergleich bereits bei minus 0,3 Prozent. Ausser beim Anstieg der Mieten zeigt sich damit faktisch ein deflationäres Umfeld – und die effektive Preisentwicklung liegt deutlich unterhalb des von der SNB angestrebten Zielbands von 0 bis 2 Prozent, auch wenn dies im ausgewiesenen Gesamtindex nicht sichtbar ist.

Der nächste Zinsentscheid der SNB findet am 11. Dezember statt; es wird keine Anpassung erwartet.

Europa: Fokus auf Aussichten für 2026 und 2027

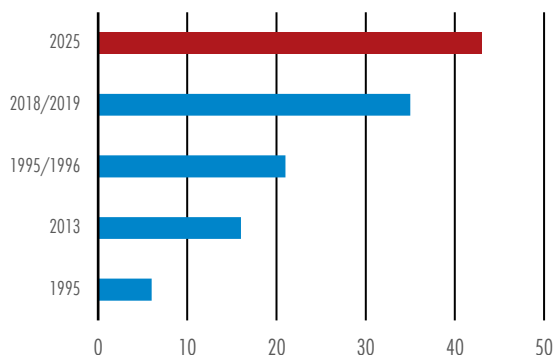
Im November fand kein Zinsentscheid der Europäischen Zentralbank (EZB) statt; der nächste folgt am 18. Dezember. Erwartungsgemäss dürfte der Einlagensatz unverändert bleiben, da sich die Inflation bei rund 2 Prozent stabilisiert hat. Die Konjunkturdaten der Währungsunion zeigen jedoch ein gemischtes Bild: Während die Stimmungsindikatoren für Industrie und Dienstleistungssektor auf Ebene der gesamten Eurozone nach oben tendieren, bleibt die für Europa zentrale deutsche Industrie weiterhin zurückhaltend.

Ein besonderes Augenmerk wird im Dezember auf den aktualisierten Wachstums- und Inflationsprognosen liegen, da diese wichtigen Hinweise auf den weiteren geldpolitischen Pfad liefern. Bislang erwartet die EZB für 2026 eine Teuerung von 1,7 Prozent und für 2027 einen leichten Anstieg auf 1,9 Prozent. Sollten diese Werte nach unten revidiert werden, könnte eine Zinssenkung im Jahr 2026 wieder stärker in den Fokus rücken.

USA: Fed-Entscheid am 10. Dezember ungewiss

Am 12. November endete der längste US-Shutdown der Geschichte nach 43 Tagen dank einer vorläufigen Einigung. Der Übergangshaushalt gilt jedoch nur bis Ende Januar und muss anschliessend erneut verhandelt werden – andernfalls droht ab Februar ein weiterer Stillstand. Die wirtschaftlichen Auswirkungen und mögliche Effekte auf den Arbeitsmarkt lassen sich derzeit noch nicht abschliessend beurteilen, dürften sich aber in den kommenden Datenreihen widerspiegeln.

Government-Shutdowns im Vergleich



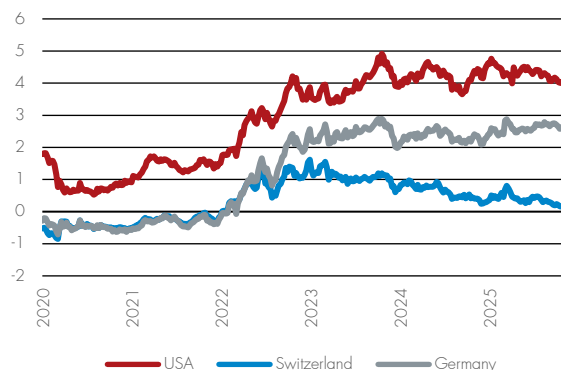
Länge in Tagen der letzten Government Shutdowns

Quelle: Zuger Kantonalbank

Damit wurden zahlreiche Wirtschaftsdaten nachgereicht, die wertvolle Einblicke in den für die Fed zentralen Arbeitsmarkt geben. Die wichtige Kennzahl der «Non-Farm Payrolls», deren September-Wert erst verspätet publiziert wurde, befand sich zwar auf tiefem Niveau, zeigte sich jedoch leicht stärker als erwartet. Dadurch

bleibt die Zinsentscheidung der Fed im Dezember weiterhin offen.

Historischer Vergleich 10-jähriger Staatsanleihen



Verfallsrenditen der 10-jährigen Staatsanleihen im Vergleich per 28.11.2025

Quelle: Zuger Kantonalbank, Bloomberg LP

Mehrere Fed-Mitglieder hielten im Laufe des Monats öffentliche Reden, die mehrheitlich Signale gegen eine weitere Zinssenkung im Dezember enthielten. Erst die gewichtige Stimme von FOMC-Vizepräsident John Williams sorgte erneut für Zuversicht: Er bezeichnete eine Senkung «in naher Zukunft» als angemessen – eine Aussage, die die Hoffnungen bezüglich des Entscheids vom 10. Dezember wieder aufleben liess. Da Fed Chair Powell im gesamten November nicht öffentlich gesprochen hat, wurde Williams' Kommentar weitgehend als indirektes Signal des Vorsitzenden verstanden.

Vor dem Zinsentscheid werden keine weiteren offiziellen NFP-Daten mehr veröffentlicht, da das Statistikbüro die Zahlen für Oktober und November verzögert erst Mitte Dezember vorlegen wird. Die Datenlage bleibt damit begrenzt. Einflussreich dürften jedoch die Zahlen der privaten Agentur ADP sein, die für Oktober einen wöchentlichen Rückgang der Beschäftigung um 11'250 Stellen meldete.

Aktuelle Leitzinsen in der Übersicht

Land	Leitzins	Letzte Anpassung
Schweiz	0,00 %	19.06.2025 (-0,25 %)
Eurozone	2,00 %	05.06.2025 (-0,25 %)
USA	3,75–4,00 %	29.10.2025 (-0,25 %)

Werte per 28.11.2025

Quelle: Zuger Kantonalbank

Neuemissionen in Schweizer Franken

Währung	Coupon	Emittent	Verfall	Preis	Rendite	Spread	ZKB Rating	Stückelung	ISIN	Ausgabe- volumen
CHF	1,0075 %	Credit Agricole SA	11.12.2031	100.27	0.97	71		5k + 5k	CH1503892726	250 Mio.
CHF	Float	Swiss Prime Site Finance AG	17.06.2027	100.01	0.13	42	BBB+	5k + 5k	CH1498422919	100 Mio.
CHF	0,85 %	Banque Cantonale de Geneve	15.12.2032	100.23	0.84	50	A+	5k + 5k	CH1503816055	125 Mio.
CHF	0,95 %	Berner Kantonalbank AG	15.12.2033	100.49	0.90	50	AA-	5k + 5k	CH1416797517	180 Mio.
CHF	0,9675 %	DekaBank Deutsche Girozentrale	16.12.2030	100.23	0.94	74		100k + 100k	CH1485827401	100 Mio.
CHF	0,9425 %	Galderma Holding SA	10.12.2030	100.17	0.94	75	BBB-	5k + 5k	CH1485827393	175 Mio.
CHF	0,7 %	Bank Cler AG	28.11.2029	100.34	0.64	52	A	5k + 5k	CH1265891098	100 Mio.
CHF	1,1825 %	Banco de Credito e Inversiones SA	03.12.2031	100.17	1.17	91		5k + 5k	CH1503892668	130 Mio.
CHF	0,505 %	Glarner Kantonalbank	10.12.2030	100.09	0.56	31	AA	5k + 5k	CH1503892627	115 Mio.
CHF	0,45 %	Sika AG	27.08.2027	100.14	0.42	44	A-	5k + 5k	CH1503892635	100 Mio.
CHF	0,85 %	Sika AG	28.11.2030	100.39	0.81	60	A-	5k + 5k	CH1503892643	250 Mio.
CHF	1,2 %	Sika AG	28.11.2034	100.76	1.13	67	A-	5k + 5k	CH1503892650	250 Mio.
CHF	1,08 %	Galenica AG	09.12.2032	100.50	1.02	70	BBB	5k + 5k	CH1494626398	250 Mio.
CHF	0,5875 %	Westpac Banking Corporation	24.11.2032	99.95	0.62	28		5k + 5k	CH1494626406	210 Mio.
CHF	0,75 %	Luzerner Kantonalbank AG	01.12.2034	99.99	0.80	31	AAA	5k + 5k	CH1489902499	175 Mio.
CHF	1,5 %	Aroundtown SA	18.11.2030	100.46	1.42	125		5k + 5k	CH1477661297	150 Mio.
CHF	0,95 %	Banque Cantonale Vaudoise	28.11.2034	100.12	0.95	49	AA-	5k + 5k	CH1501970607	220 Mio.
CHF	1 %	Corner Banca SA	19.11.2029	100.47	0.90	79		5k + 5k	CH1494626356	150 Mio.
CHF	1,1475 %	Kraftwerke Linth-Limmern AG	05.12.2035	99.88	1.17	66	A-	5k + 5k	CH1494626364	100 Mio.
CHF	0,59 %	Caribbean Development Bank	19.11.2030	100.04	0.62	41		5k + 5k	CH1485827385	100 Mio.
CHF	1,65 %	Clariant AG	28.11.2030	100.31	1.63	141	BBB-	5k + 5k	CH1494626331	200 Mio.
CHF	2,2 %	Clariant AG	29.05.2034	100.60	2.16	172	BBB-	5k + 5k	CH1494626349	100 Mio.
CHF	0,565 %	Cembra Money Bank AG	27.11.2029	100.07	0.59	45	A-	5k + 5k	CH1498422828	150 Mio.

Neuemissionen im November in Schweizer Franken (ohne staatliche Schuldner, ohne Aufstockungen, nur Emissionen über 100 Mio.)

Quelle: Zuger Kantonalbank, cbonds.com, 28.11.2025

Fazit

Zeitweise wurden für 2025 bis zu vier Zinssenkungen in den USA erwartet. Tatsächlich senkte die Fed bisher nur zweimal um je 0,25 Prozent. Der sich abschwächende Arbeitsmarkt deutet auf weiteres Zinssenkungspotenzial im Dezember und im Jahr 2026 hin, was bei Obligationenbesitzern Kursgewinne begünstigen dürfte. Den sicheren Hafen Schweizer Obligationen halten wir weiterhin für attraktiv, um ein ausgewogenes Depot in Zeiten der Unsicherheit zu stabilisieren. In US-Dollar empfehlen wir Anlegerinnen und Anleger nach wie vor kürzere Laufzeiten, die direkt von möglichen Leitzinssenkungen profitieren.

Umsetzungsmöglichkeiten

Einzeltitlempfehlungen:

Obligationen-Top-Picks, erhältlich über Ihre Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater

ZugerKB Fonds – Obligationen ESG:

Ausschüttend: Valor 129774937

Reinvestierend: Valor 129774938

Haben Sie Fragen zur Publikation oder Anregungen?

Kontaktieren Sie Ihre Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater.

Wir sind Unterzeichner respektive Mitglied folgender Organisationen:

Signatory of:



Principles for
Responsible
Investment



Swiss
Sustainable
Finance

ASSET MANAGEMENT
ASSOCIATION

Rechtlicher Hinweis

Dieses Dokument dient einzig der Information und zu Marketingzwecken und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Zuger Kantonalbank (ZugerKB) zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen. Es richtet sich an von der ZugerKB bezeichnete Empfänger mit Wohnsitz in der Schweiz zur persönlichen Nutzung und darf ohne schriftliche Zustimmung der ZugerKB weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verändert oder an andere Empfänger verteilt oder übermittelt werden. Die Informationen in diesem Dokument sind stichtagbezogen und stammen aus Quellen, die die ZugerKB als zuverlässig erachtet. Dennoch kann von der ZugerKB keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Informationen geleistet werden. Die ZugerKB lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aus einem Investitionsverhalten entstehen können, dem die Informationen aus diesem Dokument zugrunde liegen. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen und daraus resultierende Erträge können schwanken, steigen oder fallen. Ein Verweis auf frühere Entwicklungen enthält keine Aussagen zu künftigen Ergebnissen. Dieses Dokument enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Rechnungslegung oder Steuern. Es stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände des Empfängers zugeschnittene oder für diesen eine angemessene Investition oder Strategie dar. (V2025)

Diese Publikation kann Daten von Drittparteien enthalten.

Swiss Exchange AG («SIX Swiss Exchange») ist die Quelle der SIX Indizes und der darin enthaltenen Daten. SIX Swiss Exchange war in keinerlei Form an der Erstellung der in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen beteiligt. SIX Swiss Exchange übernimmt keinerlei Gewährleistung und schliesst jegliche Haftung (sowohl aus fahrlässigem als auch aus anderem Verhalten) in Bezug auf die in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen – wie unter anderem für die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Eignung für beliebige Zwecke – sowie hinsichtlich Fehlern, Auslassungen oder Unterbrechungen in den SIX Indizes oder deren Daten aus. Jegliche Verbreitung oder Weitergabe der von SIX Swiss Exchange stammenden Informationen ist untersagt. Quelle: MSCI. Weder MSCI noch andere Parteien, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der MSCI-Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, geben ausdrückliche oder stillschweigende Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die Ergebnisse, die durch deren Verwendung erzielt werden) ab, und alle diese Parteien schliessen hiermit ausdrücklich alle Gewährleistungen in Bezug auf Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck in Bezug auf diese Daten aus. Ohne das Vorstehende einzuschränken, haften MSCI, seine verbundenen Unternehmen oder Dritte, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, in keinem Fall für direkte, indirekte, besondere, strafähnliche Folgeschäden oder sonstige Schäden (einschliesslich entgangener Gewinne), selbst wenn sie über die Möglichkeit solcher Schäden informiert wurden. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI ist keine weitere Verteilung oder Verbreitung der MSCI-Daten gestattet. Der MSCI EMU Top 50 Index ist ein benutzerdefinierter Index. Die MSCI-Daten bestehen aus einem benutzerdefinierten Index, der von MSCI für und auf Wunsch von der Zuger Kantonalbank berechnet wurde. Die MSCI-Daten sind nur für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen nicht weiterverteilt oder in Verbindung mit der Erstellung oder dem Angebot von Wertpapieren, Finanzprodukten oder Indizes verwendet werden. Die Nutzung von Daten der MSCI ESG Research LLC oder ihrer Tochtergesellschaften («MSCI») durch die Zuger Kantonalbank sowie die Nutzung von MSCI-Logos, -Marken, -Dienstleistungsmarken oder -Indexnamen stellen kein Sponsoring, keine Billigung, Empfehlung oder Förderung der Zuger Kantonalbank durch MSCI dar. MSCI-Dienstleistungen und -Daten sind Eigentum von MSCI oder seinen Informationsanbietern und werden «wie gesehen» und ohne Gewährleistung bereitgestellt. MSCI-Namen und -Logos sind Marken oder Dienstleistungsmarken von MSCI. Bloomberg® und die Bloomberg-Indizes sind Dienstleistungsmarken der Bloomberg Finance L.P. und ihrer verbundenen Unternehmen, einschliesslich Bloomberg Index Services Limited («BISL»), des Administrators der Indizes (zusammen «Bloomberg»), und wurden von der Zuger Kantonalbank für die Verwendung zu gewissen Zwecken lizenziert. Bloomberg ist nicht mit der Zuger Kantonalbank verbunden, und Bloomberg genehmigt, unterstützt, überprüft oder empfiehlt Produkte der Zuger Kantonalbank nicht.

Wir begleiten Sie im Leben.



Zuger Kantonalbank