

Zinsen und Obligationen

November

03.11.2025

Nachdem die Fed im September den Zinssenkungszyklus wieder aufgenommen hat, spielt die Musik bei den Zinsen weiterhin in den USA: Die Fed senkt den Zins gleich nochmals – trotz fehlender offizieller Wirtschaftsdaten aufgrund des aktuellen Shutdowns. Während die SNB und die EZB vorläufig stillhalten, hat die Berichtssaison der Unternehmen begonnen, und damit bleibt auch die Neuemissionstätigkeit stark beschränkt. Wir geben einen Rückblick auf das Geschehen am Zins- und Obligationenmarkt im Oktober und einen Ausblick auf die Erwartungen am Markt für die kommenden Monate.

Schweizer Obligationenmarkt

Die Berichtssaison der Unternehmen in der Schweiz ist bereits in vollem Gange, weswegen im Oktober kaum neue Obligationen emittiert wurden. Aufgetreten sind am Markt allerdings mehrere Kantonalbanken, die neue Bonds ausgegeben haben. Nennenswert ist auch ein neuer Perpetual Bond, emittiert durch die Hypo Vorarlberg Bank AG: Mit einem Coupon von 4,375 Prozent und erstmalig kündbar per 14. Februar 2031 konnte die österreichische Bank erfolgreich 50 Millionen Franken platzieren. Die Emittentin war am Schweizer-Franken-Markt bereits bekannt. Allerdings hat sie erstmalig einen nachrangigen Perpetual Bond in der Form eines AT1 im Schweizer-Franken-Markt emittiert. Aufgrund der Nachrangigkeit und der erhöhten Risiken befindet sich der Titel nicht im Investment-Grade-Segment, weswegen wir ihn unserer Kundschaft nicht zum Kauf empfehlen.

Das Umfeld für Obligationäre blieb dennoch erfreulich: Neue Zollandrohungen gegenüber China vonseiten der USA haben Anfang Oktober den Schweizer Franken befeuert und die Zinsen auf Talfahrt geschickt. So sind die Zinsen im Laufe des Monats deutlich gefallen, und die Rendite der zehnjährigen Bundesobligation notiert so tief wie seit 2022 nicht mehr, nämlich kaum über 0 Prozent. Die deutlich liquideren Swap-Märkte, die für die Hypothekarzinsen als Referenz gelten, befinden sich allerdings auf einem noch etwas höheren Niveau, der Trend geht aber auch hier in Richtung tiefere Zinsen.

SNB: stabil bei 0,0 Prozent, Fokus auf EUR-CHF

In der Schweiz stand im Oktober kein Zinsentscheid an. Die SNB veröffentlichte jedoch erstmals eine «Zusammenfassung der Diskussion» zum Entscheid vom September. Das Dokument bot erwartungsgemäss kaum neue Erkenntnisse, bestätigte aber, dass das Direktorium derzeit keinen weiteren Zinssenkungsbedarf sieht und die Geldpolitik weiterhin als expansiv einschätzt. Trotz einer Inflation von



«Trotz derzeit stabiler Zinsen zeigen die Wachstums- und Inflationsrisiken noch immer nach unten.»

Joel Gubser
Investment Advisor

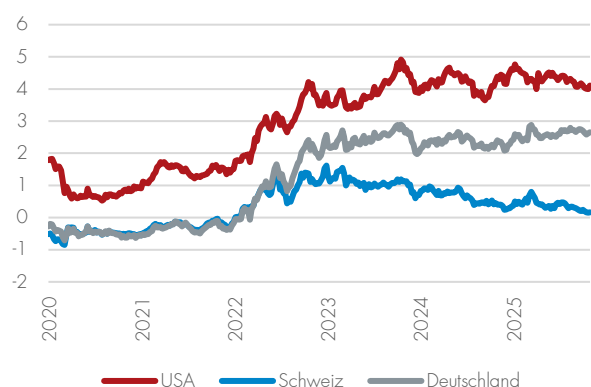
lediglich 0,2 Prozent im September geht die SNB weder von einer Deflationsgefahr noch von einer deutlichen Abschwächung der Teuerung aus. Insgesamt bleibt der Tonfall leicht «hawkish», was die Marktbewegungen jedoch kaum beeinflusst hat. Die grössere Aufmerksamkeit der SNB dürfte ohnehin dem Devisenmarkt gelten: Der Franken erreichte am 20. Oktober mit einem Schlusskurs von CHF 0,92261 je EUR ein neues Rekordhoch.

Europa: weiterhin zuwartend, Aussichten unklar

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im Oktober den

Einlagensatz zum dritten Mal in Folge unverändert belassen. In der begleitenden Mitteilung verzichtete sie auf einen konkreten Ausblick und betonte stattdessen, die weiteren Schritte datenabhängig und von Sitzung zu Sitzung zu beurteilen. Der Arbeitsmarkt zeige sich weiterhin robust, und auch die Unternehmensbilanzen blieben solide. Dennoch sei der Ausblick von Unsicherheit geprägt – insbesondere angesichts anhaltender Handelskonflikte und geopolitischer Spannungen. Bereits im September hatte die EZB ihre Inflationsprognosen angepasst und erwartet für 2026 eine Teuerung von lediglich 1,7 Prozent, was unterhalb des Zielwerts von 2 Prozent liegt. Angesichts des starken Euro und des global eingetrübten Umfelds dürften die Inflationsrisiken weiterhin nach unten zeigen, was mittelfristig Spielraum für Zinssenkungen eröffnen könnte.

Historischer Vergleich 10-jähriger Staatsanleihen



Verfallsrenditen der 10-jährigen Staatsanleihen im Vergleich per 31.10.2025

Quelle: Zuger Kantonalbank, Bloomberg LP

Währenddessen steht Frankreich erneut unter Druck. Nicht nur politisch spitzt sich die Situation zu. Es gab auch eine Ratingabstufung: Nach dem Downgrade durch Fitch im September hat nun auch S&P Frankreichs Kreditrating von AA– auf A+ herabgestuft – mit Verweis auf die politische Instabilität und die schleppenden Reformfortschritte. Zwar scheint die Abstufung nur Makulatur. Allerdings fällt Frankreich damit aus dem AA-Segment, was zu einem Verkaufsdruck seitens institutioneller Investoren führen kann, die Vorgaben und Quoten für Rating-Segmente haben. Die Abstufung am 17. Oktober kam insofern überraschend, als die Review erst für Ende Oktober geplant war. S&P hielt es jedoch für angebracht, die Anpassung umgehend und dringlich vorzunehmen. Die letzte grosse internationale Rating-Agentur, die Frankreich noch mit einem AA-Rating bewertet, ist Moody's mit einem Aa3. Allerdings hat auch Moody's im Oktober den Outlook auf «negativ» gesetzt, was typischerweise als Vorläufer einer Abstufung gilt.

USA: Zinssenkungszyklus geht weiter

Die USA befinden sich seit dem 1. Oktober im Shutdown, da sich Republikaner und Demokraten nicht über den Staatshaushalt einig werden. Aus diesem Grund sind nicht kritische Bundesangestellte zurzeit beurlaubt, was dazu führt, dass zahlreiche Makrozahlen nicht publiziert werden. Der wichtige Jobreport «Non-Farm Payroll» wurde im Oktober auf unbestimmte Zeit verschoben. Allerdings wurde für den Index der Konsumentenpreise eine Ausnahme gemacht, da dieser für die Berechnung von Sozialleistungen essenziell ist. Die Fed, die am 29. Oktober eine Zinsentscheidung zu treffen hatte, die typischerweise auf Inflations- und Arbeitsmarktzahlen basiert, stand deswegen vor einer grossen Herausforderung. Wie lange die Situation noch anhält, ist unklar – der längste und letzte Shutdown fiel in Trumps erste Amtszeit und dauerte 35 Tage.

Trotz der mangelnden Daten hat die Fed entschieden, das Leitzinsband um 25 Basispunkte auf 3,75–4,00 Prozent zu senken. Der Entscheid wurde wiederum nicht einstimmig gefällt. Der neueste Fed-Gouverneur und Trump-Loyalist Stephen Miran hat, wie schon bei der September-Sitzung, für einen Schritt über 0,5 Prozent gestimmt. Zusätzlich ist ein weiterer Gouverneur abgewichen: Er hat sich dafür ausgesprochen, den Zins überhaupt nicht anzupassen.

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 31.10.2025

Quelle: Zuger Kantonalbank

Die Medienkonferenz des Fed-Vorsitzenden Jerome Powell wurde vom Markt weniger euphorisch aufgenommen. Zwar beendet die Fed umgehend die Reduktion ihrer Bilanz (Quantitative Tightening) und investiert fortan auslaufende Wertschriften wieder in den Markt. Allerdings hat Powell den nächsten Zinsschritt im Dezember infrage gestellt. Bis zum Zeitpunkt der Medienkonferenz galt dieser weitgehend als sicher, aber Powell hält sich alle Optionen offen. Dies hat dazu geführt, dass die Zinsen der Treasury-Anleihen in der Folge im Tagesvergleich leicht höher schlossen. Trotzdem erwartet eine Mehrheit der Marktteilnehmer für Dezember eine weitere Zinssenkung. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die Treasury-Renditen keinen klaren Trend aufweisen werden, bis wieder Makrodaten vorliegen und der weitere Pfad der Fed einschätzbar ist.

Neuemissionen in Schweizer Franken

Währung	Coupon	Emittent	Verfall	Preis	Rendite	Spread	ZKB Rating	Stückelung	ISIN	Ausgabe- volumen
CHF	4,375 %	Hypo Vorarlberg Bank AG	Perpetual	100.70	4,26	409		5k + 5k	CH1494626265	50 Mio.
CHF	0,875 %	Amag Leasing AG	20.05.2027	100.13	0,84	89	BBB	5k + 5k	CH1494626257	150 Mio.
CHF	0,71 %	International Development Association	01.12.2037	100.03	0,72	17		100k + 100k	CH1472996946	120 Mio.
CHF	0,4275 %	Korean Air Lines Co Ltd	13.11.2028	100.16	0,40	39		100k + 100k	CH1494626224	100 Mio.
CHF	0,8 %	Basler Kantonalbank	21.11.2035	100.26	0,79	33	AAA	5k + 5k	CH1265891056	150 Mio.
CHF	0,75 %	St. Galler Kantonalbank AG	14.11.2034	100.25	0,75	34	AA+	5k + 5k	CH1500439638	150 Mio.
CHF	0,75 %	Schwyzer Kantonalbank	17.11.2034	99.99	0,76	37	AAA	5k + 5k	CH1498956932	150 Mio.
CHF	0,95 %	Liechtensteinische Landesbank AG	12.11.2032	100.26	0,92	66		100k + 100k	CH1487332095	200 Mio.
CHF	0,8425 %	NRW Bank	12.11.2040	100.08	0,87	21		5k + 5k	CH1485827187	125 Mio.
CHF	0,8 %	Banca dello Stato del Cantone Ticino	05.11.2032	100.89	0,72	42	A+	5k + 5k	CH1487332087	110 Mio.
CHF	1,035 %	Banco del Estado de Chile	29.10.2030	100.17	1,01	88		5k + 5k	CH1487332079	100 Mio.
CHF	1,04 %	Allreal Holding AG	27.10.2031	100.40	0,98	78	BBB	5k + 5k	CH1487332061	110 Mio.
CHF	0,85 %	Rhätische Bahn AG RHB	31.10.2042	101.64	0,79	9	AA-	5k + 5k	CH1477384155	100 Mio.
CHF	0,6 %	Nidwaldner Kantonalbank	28.10.2030	100.70	0,48	34	AA+	5k + 5k	CH1487331998	100 Mio.

Neuemissionen im Oktober in Schweizer Franken (ohne staatliche Schuldner)

Quelle: Zuger Kantonalbank, cbonds.com, 31.10.2025

Fazit

Trotz des vorläufigen Deals zwischen den USA und China bleiben die Risiken von weiteren Handelskonflikten bestehen, was das globale Wirtschaftswachstum hemmt. Die Leitzinsen in der Schweiz und in Europa dürften vorerst auf den aktuellen Niveaus verharren, die Risiken richten sich jedoch klar nach unten. Den sicheren Hafen der Schweizer Obligationen erachten wir nach wie vor als attraktiv zur Stabilisierung eines ausgewogenen Depots. In US-Dollar empfehlen wir Anlegerinnen und Anlegern weiterhin kürzere Laufzeiten, die direkt von Leitzinssenkungen profitieren werden.

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