



Einschätzung Geldpolitik

smzh UPDATE
Oktober 2025

SNB

Negativzinsen setzen eindeutige Deflation oder eine deutliche Konjunkturschwäche voraus – beides fehlt derzeit. Der Kurs der SNB bleibt unverändert, der Franken tendiert zur Aufwertung, insbesondere gegenüber dem US-Dollar.

Aktuelle Signale

- SNB belässt den Leitzins bei 0% und adjustiert Inflationsprognose leicht nach oben
- Inflation im August liegt bei 0.2% J/J bzw. -0.08% M/M
- Reales BIP-Wachstum 2024 bei 1.4%

Die SNB verzichtet vorerst auf Negativzinsen

Die SNB verzichtet im September auf einen Schritt in den Negativzinsbereich und justiert stattdessen ihre Inflationsprognose in der kurzen Frist leicht nach oben. Sie anerkennt zwar die wirtschaftlichen Risiken, sieht sich aber nicht gezwungen, das Zinsinstrument zur Stützung einzelner Sektoren einzusetzen, die unter Zöllen und Frankenstärke leiden. Zudem habe sich der Inflationsausblick kaum verändert, so die SNB, weshalb sie auch keine Deflationsrisiken sehe.

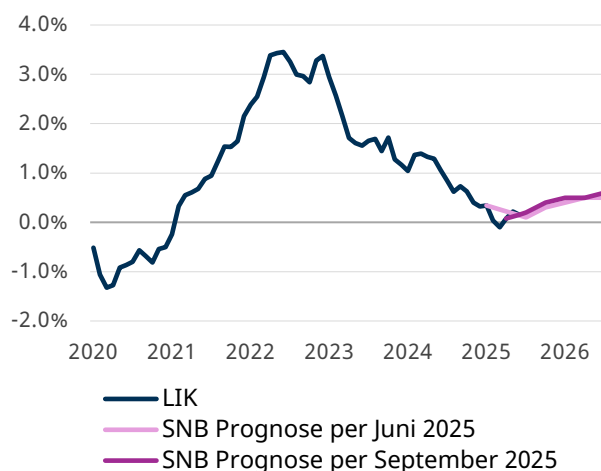
Negativzinsen bleiben eine Option

Negativzinsen bleiben grundsätzlich Teil des Instrumentariums, erscheinen im aktuellen Umfeld jedoch wenig wahrscheinlich. Ausschlaggebend wäre eine nachhaltige Rückkehr der inländischen Inflation in den negativen Bereich, wofür bislang keine Evidenz vorliegt. Gleichwohl dürfte die importierte Inflation angesichts sinkender Produzentenpreise und eines stärkeren Frankens weiter nachgeben. Zudem senkt die jüngste Reduktion des hypothekarischen Referenzzinssatzes auf 1.25% die Wohnkostenbelastung und könnte den Konsumentenpreisindex zusätzlich dämpfen. Ohne den Mietanteil befindet sich die Inflation bereits seit Februar im negativen Bereich.

Hinzu kommen die anhaltend hohen US-Zölle, die trotz einer absehbaren Anpassung Spuren in der Schweizer Exportwirtschaft hinterlassen haben. Auch wenn ein günstiges Handelsabkommen realistisch ist, bleiben Risiken bestehen, zumal eine konjunkturelle Abschwächung in Übersee rasch auf die globale Wirtschaft überspringen kann. Ein kritischer Faktor für eine kleine, offene Volkswirtschaft wie die Schweiz. Dennoch ist die Schweiz dank der Diversifikation ihrer Handelsbeziehungen gut aufgestellt und verfügt über gewisse Ausweichmöglichkeiten, um negative Effekte abzufedern.

SNB passt ihre Inflationsprognose leicht nach oben an

Aktuelle Inflation vs. Inflationsprognose SNB



Quelle: Bundesamt für Statistik, SNB, smzh ag.

Nächster SNB-Schritt: Pause oder Senkung auf -0.50%

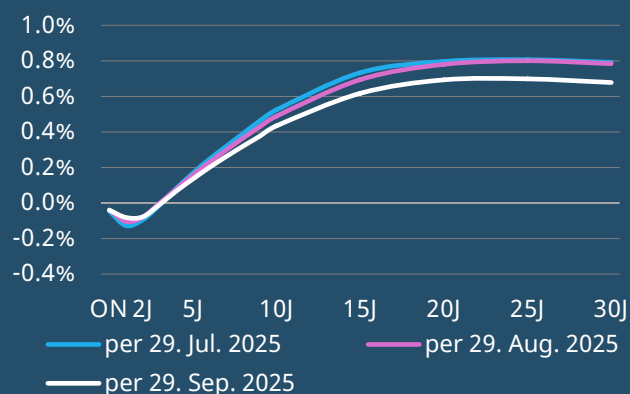
Die SNB steht vor einer grossen Herausforderung, doch ein stärkeres Eingreifen ist vorerst verfrüht. Der Franken wertet trotz Zinsdifferenzen weiter auf, während Interventionen bei schwachem USD nur begrenzt wirken. Da Negativzinsen weniger Schlagkraft haben, dürfte die SNB auf klare Signale warten und im Ernstfall direkt mit einem substanziellen Schritt reagieren.

Implikationen für die Finanzmärkte

- Die Zinsswap-Kurve dürfte weitgehend stabil bleiben.
- Eine Kombination aus Investment-Grade-Anleihen, qualitativ hochwertigen High-Yield-Anleihen und ausgewählten Schwellenländeranleihen bleibt weiterhin attraktiv.
- Schweizer Aktien bieten Stabilität, könnten jedoch hinter der globalen Konkurrenz zurückbleiben. Dividendenstrategien sowie Small- und Mid-Caps wirken attraktiv.
- Der Schweizer Franken tendiert gegenüber dem US-Dollar zur Aufwertung, gegenüber dem Euro jedoch zur Stabilität.

CHF Zinsswap-Kurve bleibt stabil

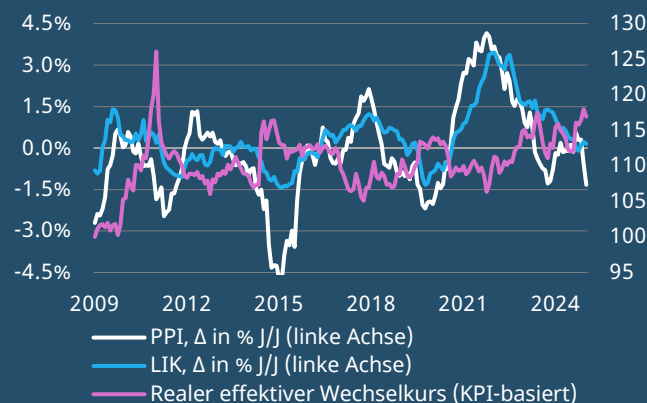
Zinsswap-Kurve im Vergleich zu den Vormonaten



Quelle: Bloomberg, smzh ag.

Starker Franken birgt Deflationsrisiken

Realer Wechselkurs des CHF, Inflation und Importpreise



Bemerkung: PPI = Produzentenpreisindex, LIK = Landesindex der Konsumentenpreise, KPI = Konsumentenpreisindex. Realer Wechselkurs ist handelsgewichtet.
Quelle: Bundesamt für Statistik, SNB, smzh ag.

EZB

Der Zinssenkungszyklus der EZB ist vorerst beendet – nur eindeutige Disinflationssignale könnten eine Fortsetzung rechtfertigen, während eine Feinjustierung bis Jahresende möglich bleibt.

Aktuelle Signale

- EZB belässt den Einlagensatz bei 2.0%
- Inflation liegt im August bei 2.1% J/J bzw. 0.2% M/M
- Renditeaufschlag französischer Staatsanleihen steigt auf über 0.75% gegenüber deutschen Anleihen

Frankreichs Haushaltsprobleme treiben Risikoaufläge

Das anhaltend hohe Defizit – zuletzt über 5% des BIP – und die Blockade bei Strukturreformen haben die Risikoaufläge französischer Staatsanleihen deutlich ausgeweitet. Erstmals seit Einführung des Euro liegt der OAT-Bund-Spread über dem von Italien – ein Bruch in der Marktlogik, der Fitch bereits zu einer Herabstufung veranlasste.

Für die EZB ist dies jedoch kein Grund zum Eingreifen: Das Transmission Protection Instrument (TPI) greift nur bei ungeordneten Marktbewegungen und setzt fiskale Regelkonformität voraus – Kriterien, die Frankreich derzeit nicht erfüllt. Damit bleibt die Haushaltsproblematik eine Frage der Transmission, nicht des Leitzinskurses.

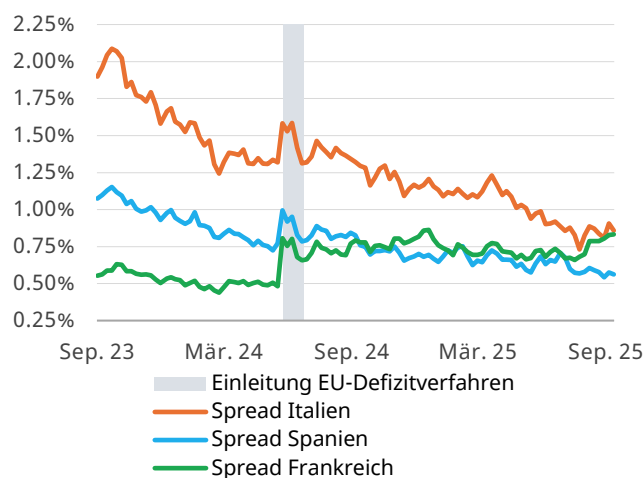
Die EZB pausiert ihre Zinssenkungen – vorerst

Nach acht Senkungen um jeweils 0.25% hat die EZB den Einlagensatz bis Juni 2025 halbiert. In der Septembersitzung erfolgte eine Pause, die von den Marktteilnehmern als Abschluss des Zyklus interpretiert wird. Der Entscheid ist nachvollziehbar: Die disinflationären Impulse sinkender Energie- und Güterpreise sind weitgehend ausgelaufen, während Löhne und Dienstleistungen in den Mittelpunkt rücken. Zwar bestehen hier Inflationsrisiken, doch die jüngste Dynamik bewegt sich in die gewünschte Richtung.

Auf der Nachfrageseite fällt die Belastung durch US-Zölle geringer aus als befürchtet, nicht zuletzt dank des Handelsdeals mit den USA. Das Wachstum im Euroraum bleibt moderat positiv, jedoch regional sehr unterschiedlich: Während Teile der Peripherie leichte Erholung zeigen, verharrt Deutschland in Stagnation.

Frankreichs Spreads gleichauf mit Italien

Renditeaufschläge zu deutschen 10-jährigen Anleihen

**EZB steuert auf geldpolitische Stabilität zu**

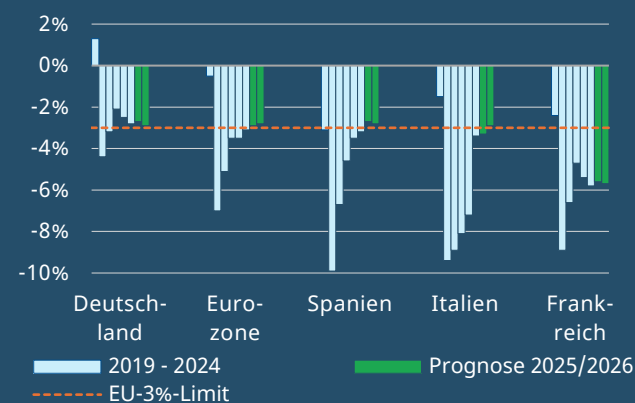
Die EZB steuert klar auf eine Phase geldpolitischer Stabilität zu. Weitere Zinssenkungen setzen neue Entwicklungen bei der Inflation voraus. Eine Feinjustierung bis Jahresende bleibt möglich, doch der Zyklus gilt vorerst als beendet. Frankreichs Haushaltslage erhöht zwar die politischen Risiken, wird von der EZB jedoch toleriert. Für die kommenden Sitzungen gilt daher: Beobachten statt handeln.

Implikationen für die Finanzmärkte

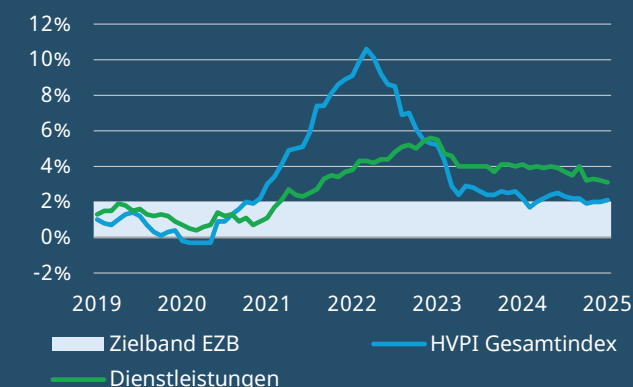
- Die wirtschaftspolitischen Stimuli in Europa tragen dazu bei, die schwächelnde Konjunktur teilweise zu kompensieren.
- Der Rückenwind für die Aktienmärkte in Europa bleibt trotz schwieriger US-Handelspolitik bestehen.
- Der Euro bleibt somit weiterhin gut unterstützt und sollte sich insbesondere gegenüber dem CHF stabil entwickeln.

Keine fiskale Entspannung in Sicht für Frankreich

Budgetdefizite 2019 - 2026 im Vergleich zu EU-3%-Limite

**Inflationsrate am oberen Ende des Zielbandes**

Inflation im Euroraum, Veränderung ggü. Vorjahresmonat



Fed

Die Fed lockert vorsichtig, Inflation und fiskalischer Gegenwind verhindern jedoch einen schnellen Zinsrückgang.

Aktuelle Signale:

- Fed senkt den Leitzins um 0.25% auf 4.00% – 4.25%
- Kerninflation (PCE) im August bei 2.9% J/J bzw. 0.2% M/M
- BIP-Wachstum 2. Quartal revidiert von 3.3% auf 3.8%
- GDP-Tracker der Atlanta Fed signalisiert für das 3. Quartal ein Wachstum von 3.9% (zuvor 3.3%)

Inflation hartnäckig, Arbeitsmarkt schwächelt

Mit der Zinssenkung um 0.25% im September hat die Fed den erwarteten Einstieg in den Lockerungszyklus vollzogen. Die geldpolitische Lage bleibt jedoch herausfordernd. Während die Inflationsrisiken nach oben gerichtet sind, verliert die Dynamik am Arbeitsmarkt an Kraft. Diese asymmetrische Risikolage zwingt die Fed, ein enges Fenster zu steuern. Entscheidend wird sein, ob es gelingt, die Glaubwürdigkeit des geldpolitischen Pfads zu wahren und die Märkte von einer kontrollierten Sequenz weiterer Schritte zu überzeugen.

Fiskalrisiken blockieren das lange Ende

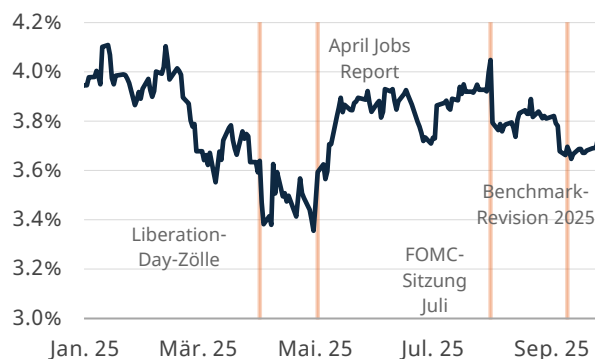
Die Erfahrung aus dem Vorjahr zeigt, dass Zinssenkungen nicht automatisch zu tieferen Langfristzinsen führen. Trotz geldpolitischer Lockerung stiegen die Renditen an – ein Muster, das sich angesichts hoher Staatsverschuldung und anhaltender Defizite wiederholen dürfte. Ein vorsichtigeres Tempo an Zinssenkungen, als es die Märkte derzeit erwarten, ist daher wahrscheinlich. Der fiskalische Gegenwind am langen Ende begrenzt die Transmission geldpolitischer Impulse und reduziert das Potenzial für deutlich tiefere Renditen.

Soft Landing bleibt Basisszenario

Trotz oberhalb des Ziels verharrender Inflation und zunehmender Risiken am Arbeitsmarkt präsentiert sich die US-Wirtschaft robuster, als es die restriktiven Finanzierungsbedingungen vermuten lassen. Der Konsum bleibt kräftig, die Investitionstätigkeit stabil und das Wachstum insgesamt solide. Schwächere Arbeitsmarktdaten signalisieren daher nicht zwingend eine Rezession, sondern eher eine graduelle Abkühlung. Dieses Umfeld erhöht die Wahrscheinlichkeit einer weichen Landung und stärkt die Glaubwürdigkeit der Fed.

Zinspfad am Markt bleibt vorsichtig gepreist

Am Markt eingepreiste Fed Funds Rate bis Jahresende



— Am Markt eingepreiste Fed Funds Rate nach Dezember-2025-Sitzung

Quelle: CME Group, smzh ag.

Nächste Zinssenkung im Oktober

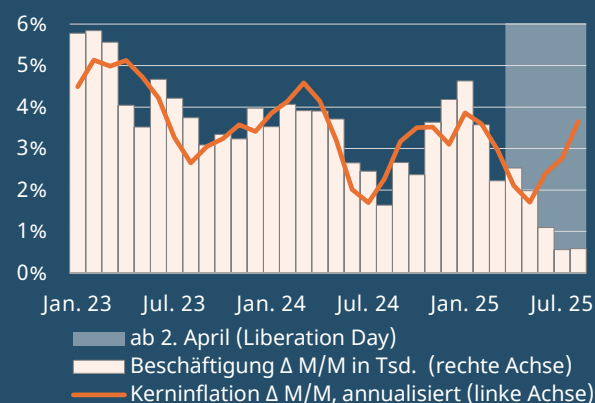
Die Fed wird ihre Lockerungsschritte vorsichtig kalibrieren und die anstehenden Daten genau beobachten. Eine weitere Reduktion um 0.25% im Oktober gilt als Basisszenario, auch wenn das Tempo des Zyklus voraussichtlich hinter den derzeitigen Markterwartungen zurückbleiben wird.

Implikation für Finanzmärkte

- Der US-Dollar bleibt verwundbar. Für Anleger mit einem Übergewicht in USD-Anlagen kann es daher weiterhin sinnvoll sein, das Engagement zu reduzieren oder abzusichern.
- Zinssenkungen ausserhalb einer Rezession wirken sich traditionell positiv auf die Finanzmärkte aus, auch wenn die Aktienmarktbewertungen bereits viel Positives einpreisen.
- Aufgrund anhaltender Risiken einer weiteren Versteilung der Zinskurve erscheinen kurz- bis mittelfristige Durationen attraktiver.

Arbeitsmarkt kühlt ab, Inflation bleibt erhöht

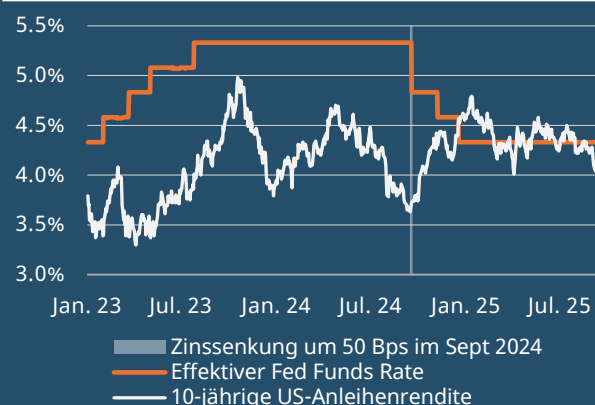
Beschäftigung vs. Kerninflation (3-Monats-Durchschnitt)



Quelle: FRED, smzh ag.

Kann die Fed das lange Ende diesmal besser steuern?

Effektive Federal Funds Rate vs. 10-jährige Anleiherendite



Quelle: FRED, smzh ag.

Fragen zu Anlagethemen? Kontaktieren Sie unsere Experten



Bekim Laski, CFA
Chief Investment Officer
+41 43 355 12 86
laski@smzh.ch



Burak Er, CFA
Head Research &
Advisory Solutions
+41 43 355 12 88
be@smzh.ch

Das könnte Sie auch interessieren

Investment Guide



Hypotheken-Radar



Über uns

Die smzh ag ist ein unabhängiger Finanzdienstleister, der seinen Kunden mit einer umfassenden, transparenten und nachhaltigen Beratung in den Themenfeldern Finanzen & Anlagen, Vorsorge & Versicherungen, Hypotheken & Immobilien sowie Steuern & Recht zur Verfügung steht.

Besuchen Sie uns online oder in

Arosa • Aarau • Baden • Basel • Bern • Buchs SG • Chur • Frauenfeld • Luzern • Pfäffikon SZ • St. Gallen • Sursee • Zürich



smzh ag
Tödistrasse 53, CH-8002 Zürich
+41 43 355 44 55
contact@smzh.ch
www.smzh.ch

Disclaimer: Diese Publikation stellt Marketingmaterial dar und ist nicht Resultat einer unabhängigen Finanzanalyse. Sie unterliegt daher nicht den rechtlichen Anforderungen bezüglich der Unabhängigkeit der Finanzanalyse. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen wurden von smzh ag, zum Zeitpunkt der Redaktion dieser Publikation produziert und können sich ohne Ankündigung ändern. Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt keine Offerte oder Aufforderung von smzh ag oder in ihrem Auftrag zur Tötigung einer Anlage dar. Die Äusserungen und Kommentare widerspiegeln die derzeitigen Ansichten der Verfasser, können jedoch von Meinungsäusserungen anderer Einheiten von smzh ag oder sonstiger Drittparteien abweichen. Die in dieser Publikation genannten Dienstleistungen und/oder Produkte sind unter Umständen nicht für alle Empfänger geeignet und nicht in allen Ländern verfügbar. Die Kunden von smzh ag werden gebeten, sich mit der lokalen Einheit von smzh ag in Verbindung zu setzen, wenn sie sich über die angebotenen Dienstleistungen und/oder Produkte im entsprechenden Land informieren wollen. Diese Publikation ist ohne Rücksicht auf die Ziele, die Finanzlage oder die Bedürfnisse eines bestimmten Anlegers erstellt worden. Bevor ein Anleger ein Geschäft abschliesst, sollte er prüfen, ob sich das betreffende Geschäft angesichts seiner persönlichen Umstände und Ziele für ihn eignet. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlage-, Rechts-, Buchführungs- oder Steuerberatung dar noch eine Zusicherung, dass sich eine Anlage oder Anlagestrategie in bestimmten persönlichen Umständen eignet oder angemessen ist; sie sind auch keine persönliche Empfehlung für einen bestimmten Anleger. smzh ag empfiehlt allen Anlegern, unabhängigen professionellen Rat über die jeweiligen finanziellen Risiken sowie die Rechts-, Aufsichts-, Kredit-, Steuer- und Rechnungslegungsfolgen einzuholen. Die bisherige Performance einer Anlage ist kein verlässlicher Indikator für deren zukünftige Entwicklung. Performanceprognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftigen Ergebnisse. Der Anleger kann unter Umständen Verluste erleiden. Obwohl die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Angaben aus Quellen stammen, die als zuverlässig gelten, wird keine Zusicherung bezüglich ihrer Richtigkeit oder Vollständigkeit abgegeben. smzh ag, ihre Tochtergesellschaften und die mit ihr verbundenen Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Verluste infolge der Verwendung dieser Publikation ab. Diese Publikation darf nur in Ländern vertrieben werden, in denen der Vertrieb rechtlich erlaubt ist. Die hierin enthaltenen Informationen sind nicht für Personen aus Rechtsordnungen bestimmt, die solche Publikationen (aufgrund der Staatsangehörigkeit der Person, ihres Wohnsitzes oder anderer Gegebenheiten) untersagen.

© 2025 smzh ag.