



(Foto: Andreas Busslinger)

Interessante Ausgangslage

Anfang 2025 befindet sich die Weltwirtschaft in einer spannenden Ausgangslage. Innovationen überschlagen sich in hohem Tempo und breiten sich in alle Bereiche des Wirtschaftslebens aus. Bereits zeichnen sich Produktivitätsgewinne ab, wie wir sie seit mehr als zehn Jahren nicht mehr erlebt haben. Das mildert die Wirkungen, die sich aus dem Fachkräftemangel und den demografischen Herausforderungen herausbilden. Positiv bleibt zudem zu vermerken, dass die Energiegewinnung günstiger wird und der zunehmende Wettbewerb die Preisentwicklung dämpft.

Mit tiefen Inflationsraten gehen auch tiefe Finanzierungskosten einher, was zahlreiche Unternehmen dazu veranlassen wird, ihre

Geschäftsmodelle durch Käufe und Verkäufe zu schärfen. Das ermöglicht den qualitäts- und marktführenden Unternehmen, ihre Margen auf einem hohen Niveau zu stabilisieren. Die Schätzungen für die Gewinnentwicklung sind sowohl für nordamerikanische wie auch für europäische Aktien positiv.

Bei den Schweizer Aktien im Swiss Market Index geht man von einer durchschnittlichen Gewinnrendite von rund 6% im Jahr 2025 aus. Das ist erheblich mehr als die in Aussicht stehende Rendite aus dem Swiss Bond Index (0.7%). Doch unsere Selektion von Anleihen bildet weiterhin einen wichtigen Pfeiler in unseren defensiveren Portfolios, insbesondere Unternehmensanleihen.

Enttäuschendes Schlussquartal

Für die Schweizer Investoren resultierte am Heimmarkt ein enttäuschendes Schlussquartal mit einer stark negativen Performance des Swiss Market Index (SMI: -4.7%). Mit Ausnahme des deutschen DAX (+3.0%) endeten alle relevanten europäischen Indizes im Minus. Positiv entwickelten sich der breite S&P 500 Index (+2.4%) und der Dow Jones Index (+0.9%), während der US-Technologieindex Nasdaq (+6.4%) deutlich zulegte.

Ein schlechtes Quartal erlebten zudem die Anleihen. Der Weltanleiheindex (-2.1% in CHF abgesichert und -5.1% in Dollar) erzielte die schlechteste Quartalsrendite seit längerem. Hinzu kam eine Währungserhöhung des Dollars gegenüber dem Franken in der Grössenordnung von rund 7% im Schlussquartal. Nachdem der Dollar im Jahr 2023 noch 9% einbüsste, erholte er sich in den letzten Monaten des Jahres 2024 dank dem Renditeanstieg (was die Anleihenskurse fallen liess). Die Renditen der zehnjährigen Benchmark-Anleihen in den USA verteuerten sich im vergangenen Schlussquartal von 3.8% auf 4.6% (+0.8%), während sich jene in der Schweiz bei 0.3% stabil hielten. Auch die Währungsabsicherung

verteuerte sich auf 4.1% und nagte an den in Franken abgesicherten Netto-Anleihensrenditen. In dieser misslichen Kapitalmarktumgebung versuchten wir das Beste herauszuholen. In der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. R1 mit einem hohen Anleihensanteil bei +2.0%, Freizügigkeits-R1 bei +2.8%) endete die Jahresperformance zwar im Plus, aber nicht deutlich.

In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +8.4% seit Jahresbeginn, R3 mit +9.9%) ist die Gesamtrendite zu rund 80% vom guten Verlauf der Anlageklasse Aktien geprägt. Die dynamischste Risikoklasse 5 (z. B. Revo5 +12.2% seit Jahresbeginn) hob sich im Schlussquartal stark ab von der Performance der SMI-dominierten Dividendenlösungen (z. B. RevoDividenden mit +7.7% seit Jahresbeginn). Das Revo5 umfasst auch dividendenlose Wachstumsaktien aus der Technologiebranche sowie aus Schwellenländern. Ein weiterer Grund für den grossen Renditeunterschied waren die Nestlé-Aktien, die in der Dividendenlösung deutlich stärker gewichtet sind und 2024 deutliche Einbussen (-21% Gesamtrendite) erlitten.

Vorwiegend einzelstitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Dezember 2024	2024
Zugerberg Finanz R1	-0.3% 	+2.0% 
Zugerberg Finanz R2	-0.2% 	+6.0% 
Zugerberg Finanz R3	-0.2% 	+9.9% 
Zugerberg Finanz R4	-0.3% 	+11.1% 
Zugerberg Finanz R5	-0.4% 	+11.9% 
Zugerberg Finanz RDividenden	-0.9% 	+7.6% 
Zugerberg Finanz Revo1	-0.8% 	+1.3% 
Zugerberg Finanz Revo2	-0.6% 	+5.6% 
Zugerberg Finanz Revo3	-0.6% 	+8.4% 
Zugerberg Finanz Revo4	-0.7% 	+10.7% 
Zugerberg Finanz Revo5	-0.8% 	+12.2% 
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-1.3% 	+7.7% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-2.8% 	-1.1% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-3.5% 	-3.0% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-4.1% 	-4.6% 

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Dezember 2024	2024
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.2% 	+1.1% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-0.1% 	+2.8% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.1% 	+5.2% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.2% 	+8.7% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-0.1% 	+8.2% 

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Dezember 2024	2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.8% 	+1.3% 
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-0.6% 	+5.6% 
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-0.6% 	+8.4% 
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-0.7% 	+10.7% 
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-0.8% 	+12.2% 
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-1.3% 	+7.7% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-2.8% 	-1.1% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-3.5% 	-3.0% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-4.1% 	-4.6% 

* Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten.

Makroökonomie

2025 im Zeichen grosser Veränderungen

	 USA	 China	 Indien	 Eurozone	 Schweiz
Reales Wachstum 2025e	2.6%	3.5%	7.0%	1.5%	1.8%
Inflation 2025e	2.4%	0.0%	5.0%	1.8%	0.5%
Nominelles Wachstum 2025e	5.0%	3.5%	12.0%	3.3%	2.3%

Reales und nominelles Wirtschaftswachstum im Jahr 2025 (Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Weltwirtschaft ist von schnellen Veränderungen geprägt, die im Jahr 2025 und darüber hinaus etliche Herausforderungen mit sich bringen werden. Gleichzeitig rechnen wir jedoch auch mit vielen Anlagechancen für aktive Vermögensverwaltungslösungen. In zahlreichen Branchen stehen Umwälzungen an, welche die Produktivität deutlich verbessern werden – dank Künstlicher Intelligenz und damit verbundenen Technologien in engem Ineinandergreifen mit menschlicher Arbeitskraft.

In innovationsstarken Wirtschaftsregionen wie den USA werden sich Produktivitätsgewinne rascher einstellen als beispielsweise im technologieskeptischeren europäischen Wirtschaftsraum. Marktführende Unternehmen in den USA sind häufig als sogenannte Leader respektive «Early Follower» ebenfalls rascher bereit, in Neuigkeiten grosse Summen zu investieren. Durch ihre Präsenz auch in Europa verbreitet sich das Wissen um erhöhte Produktivitätspotenziale rasch, und in einer Wettbewerbsordnung kann sich ein Unternehmen nicht leisten, sich Neuerungen wie der Künstlichen Intelligenz und damit verbundenen Technologien zu verschliessen. Das Hinterhinken der europäischen Wirtschaft sorgt für eine geringere Dynamik als in den USA, gleichzeitig auch für einen tieferen Inflationsdruck.

Der amerikanische Nobelpreisträger Paul Krugman wies schon vor dreissig Jahren auf den besonderen Stellenwert der Produktivität hin: «Produktivität ist nicht alles, aber auf lange Sicht ist sie fast alles.» Eine langfristige Verbesserung des Lebensstandards ist nicht

von der Geld- oder Fiskalpolitik abhängig, sondern von der Steigerung der Leistung jedes einzelnen Arbeitnehmers. Wenn in einer alternden Bevölkerung die Zahl der Arbeitnehmer im Verhältnis zur Gesamtbevölkerung sinkt, ist die Steigerung der Leistung pro Arbeitnehmer respektive pro Arbeitsstunde noch dringlicher.

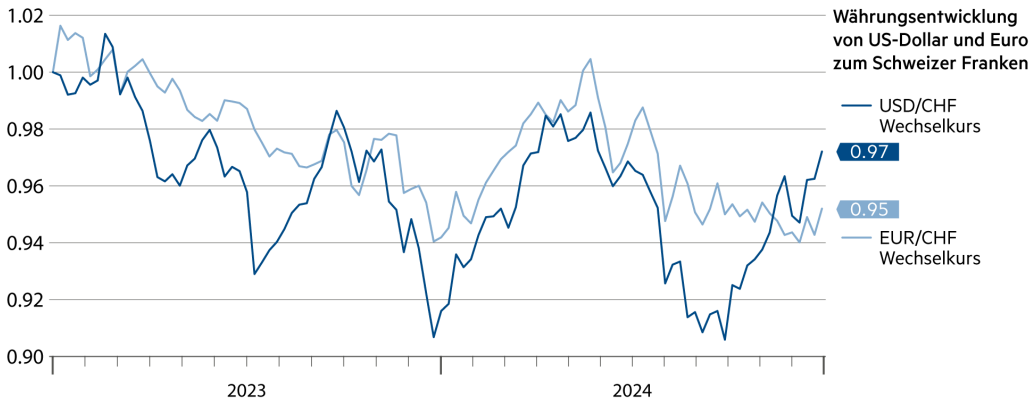
Deshalb bleibt zu erwarten, dass auch die rasch alternde Volksrepublik China vermehrt ihre Schwerpunkte auf neue Technologien setzt, um das Wachstum und den Wohlstand voranzutreiben. Doch das globale Gravitationszentrum für Innovation dürften die USA bleiben. Bei einer entsprechenden Risikobereitschaft ist es möglich, mit Aktien und Privatmarktanlagen sowie Unternehmensanleihen in nominelles und reales Wachstum zu investieren. Die Erwartungen hinsichtlich der Gewinnentwicklung sind positiv, selbst in Wirtschaftsregionen, die etwas weniger dynamisch unterwegs sind. Umso wichtiger ist es, diszipliniert und selektiv vorzugehen und gewisse Branchen wie z. B. europäische Automobilhersteller zu vermeiden, die derzeit mit allzu hohen Risiken verbunden sind und zu geringe Ertragsaussichten vermitteln.

Jedenfalls haben die Märkte schon viel Unheil rund um die zukünftige US-Zollpolitik unter Donald Trump und deren Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum antizipiert. Das hat die Bewertungen von europäischen Aktien wie auch von Schweizer Aktien gedämpft. Entsprechend könnte hier schon bald eine kräftigere Erholung eintreten.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die Schweiz dürfte in den nächsten drei Jahren um je +1.5% bis +2.0% wachsen und damit etwas stärker als die umliegenden Eurostaaten.
Eurozone, Europa	↗	↗	Die Dynamisierung Westeuropas könnte unterschätzt werden, sollte es zu einem Ukraine-Abkommen mit nachfolgenden Aufbau-Investitionen kommen.
USA	↗	↗	Die Fed-Prognosen für die USA (BIP 2025: +2.1%, 2026: +2.0%) dürften unseres Erachtens übertroffen werden. Die Arbeitslosigkeit dürfte tief bleiben.
Rest der Welt	↗	↗	Bei den grössten Schwellenländern dürfte das nominelle Wachstum Indiens jenes von China um den Faktor 3 übertreffen. Das ist sehr eindrucklich.

Liquidität, Währung

Sinkende Leitzinsen in Europa



Die beiden wichtigsten Wechselkurse in den Jahren 2023 und 2024 (Quelle: Bloomberg, 1. Januar 2025 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Eine Dynamisierung des weltwirtschaftlichen Wachstums ist aufgrund der anhaltenden geo- und wirtschaftspolitischen Herausforderungen nicht in Sicht. Die Konjunktur dürfte jedoch von hohen staatlichen und privaten Investitionen, Deregulierungen und Steuersenkungen profitieren. In Europa rechnen wir weiterhin mit robusten Arbeitsmärkten, steigenden Reallöhnen und intakten Konsumwerten, welche durch sinkende Leitzinsen unterstützt werden.

Die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte im laufenden Jahr die Leitzinsen von 3.0% praktisch halbieren, damit auch den Aussenwert des Euros verringern und die Wettbewerbsfähigkeit erhöhen. In den letzten zwei Jahren resultierte für den Euro gegenüber dem Franken ein Verlust von 4.9%.

Mit weitaus grösseren Schwankungen war der Kursverlauf des Dollars verbunden. Im Jahr 2023 verlor der Dollar gegenüber dem Schweizer Franken in Wellenbewegungen etwas mehr als 9%. In den ersten fünf Monaten des Jahres 2024 holte er dies wieder auf, büsste allerdings bis Ende September alles wieder ein. Im Schlussquartal legte der Dollar 8% zu und liegt damit nur noch 2% tiefer als vor zwei Jahren. Doch der Abwertungsdruck bleibt.

Von Stabilität ist die entsprechende Wechselkurs-Entwicklung weit entfernt. In den letzten Jahren war die Inflationsrate in den USA stets höher als in der Schweiz. Je nach Messmethode und Zeitperiode liegt der Mittelwert der Inflationsdifferenz bei 2.3 Prozentpunk-

ten. Aus den vergangenen zehn Jahren lässt sich deshalb ungefähr ableiten, dass das jährliche Abwertungspotenzial bei rund 2.3% liegt. In der kurzen Frist mag es Abweichungen davon geben, in der langen Frist nicht.

Wie in der Eurozone ist auch in der Schweiz mit noch tieferen Leitzinsen zu rechnen. Das Wachstum in den USA dürfte dagegen höher ausfallen, was auch mit höheren Inflationsraten einhergehen dürfte. Deshalb sind die Erwartungen an Leitzinssenkungen in den USA deutlich geringer, woraus auch gefolgert werden kann, dass der Dollar für einige Quartale relativ stark bleiben dürfte.

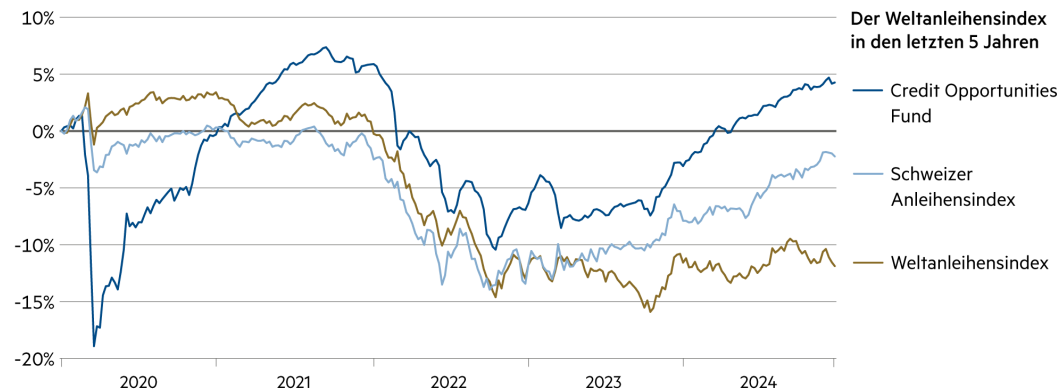
In den vergangenen Jahren hat sich der Produktivitäts- und Wachstumsabstand der USA zu Europa länder- und branchenübergreifend vergrössert. In der Schweiz mit ihrer tiefen Inflationsrate könnte die Schweizerische Nationalbank bei ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung im März 2025 erneut eine Leitzinssenkung vornehmen. Gewiss würde dies den strukturellen Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken etwas verringern.

Aber grössere Senkungen und eine Rückkehr in eine erneute negative Leitzinsperiode schliessen wir gegenwärtig aus. Die Inflationsraten in der Schweiz werden vorderhand gering bleiben. Die durchschnittliche Reduzierung der Strompreise um 10% dürfte die Inflationsrate um 0.2 Prozentpunkte senken. Hinzu kommen tiefere Mieten durch eine Senkung des Mietzins-Referenzzinssatzes.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Swapsätze in sechs Monaten (0.3%) liegen noch höher als jene in 12 Monaten (0.1%), aber der Trend zur Null-Verzinsung von Sparkonti ist unübersehbar.
Euro / Schweizer Franken	→	→↘	Die EZB dürfte den Leitzins wohl viel stärker reduzieren als die SNB. Dennoch gehen wir von einem stabilen Wechselkurs im Jahr 2025 aus.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	In der zweiten Jahreshälfte könnte sich der Dollar um 4% bis 5% abwerten. Kurzfristig rüttelt wohl nichts an seiner Stabilität bei 0.91.
Euro / US-Dollar	→↗	→↗	Trotz zunehmenden Zinsdifferenzen gehen wir von einer allmählichen Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar aus.

Anleihen

Starke US-Wirtschaft verdaut höhere Zinsen



Der Weltanleihensindex in den letzten 5 Jahren; 1. Januar 2020 bis 31. Dezember 2024 (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die anhaltende Stärke der US-Wirtschaft zeigt sich u. a. darin, dass die anhaltend hohen Zinsen gut verdaut werden und dass diese lediglich geringe konjunkturelle Bremsspuren hinterlassen. Wir rechnen mit einer zunehmenden Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone, was einen zunehmend attraktiveren Dollar zur Folge hat. Die verbesserten Aussichten in den USA gehen mit einem geringeren Interesse an US-Staatsanleihen einher, was deren Renditen im Schlussquartal 2024 massiv ansteigen liess.

Die Kreditmärkte sind nicht zimperlich. Sie misstrauen dem fiskalpolitischen Kurs der (neuen) US-Regierung und verkauften Staatsanleihen en masse. Wenn sich Grossinvestoren rasch von Papieren trennen, kann das massive Folgen haben. Das kann auch den liquiden aller Kapitalmärkte, den Markt für US-Schatzanleihen, treffen.

Im vierten Quartal 2024 haben massive Verkäufe von Schatzanleihen zu einer Performance von -3.1% geführt, der schlechtesten Quartalsrendite seit dem desaströsen Anleihensjahr 2022. Somit liegt der entsprechende Index trotz erheblichen Zinseinkommen wieder deutlich tiefer als im Sommer 2020. Das gilt auch für den Weltanleihensindex, der währungsabsichert in Franken satte 11.3% tiefer liegt als vor fünf Jahren.

Was sich aus der Grafik auch noch ableiten lässt: Die vermeintliche Sicherheit mit qualitativ hochwertigen Anleihen sorgte im Februar / März 2020 (Ausbruch der Pandemie) kurzfristig für die geringsten Bewertungskorrekturen. Dagegen litten Anleihen von Unternehmen mit einem mässigen Risikoprofil deutlich mehr und büssten vorübergehend beinahe 20% ein. Doch die Erholungskraft dieser Anleihen setzte alsbald ein. Nach nicht einmal 12 Monaten war das ursprüngli-

che Niveau wieder erreicht und kehrte wieder auf seinen Wachstumspfad zurück.

Soweit sind der Weltanleihensindex und der Swiss Bond Index (SBI) immer noch nicht. Die Erholungskraft von Staatsanleihen und Top-Unternehmensanleihen wird häufig überschätzt. Der SBI liegt beispielsweise immer noch rund 4% unter seinem Höchstwert von 2020. Beim Weltanleihensindex sind es gar 16%. Auch über zehn Jahre mit einer globalen Pandemie, mehreren Kriegausbrüchen und zwei Rezessionen ist das Resultat wenig berauschend: Der SBI legte 0.5% p. a. zu, der Weltanleihensindex verlor 0.7% jährlich. Beiden Indizes gelang es somit nicht, die Kaufkraft des nominalen Geldwerts zu erhalten.

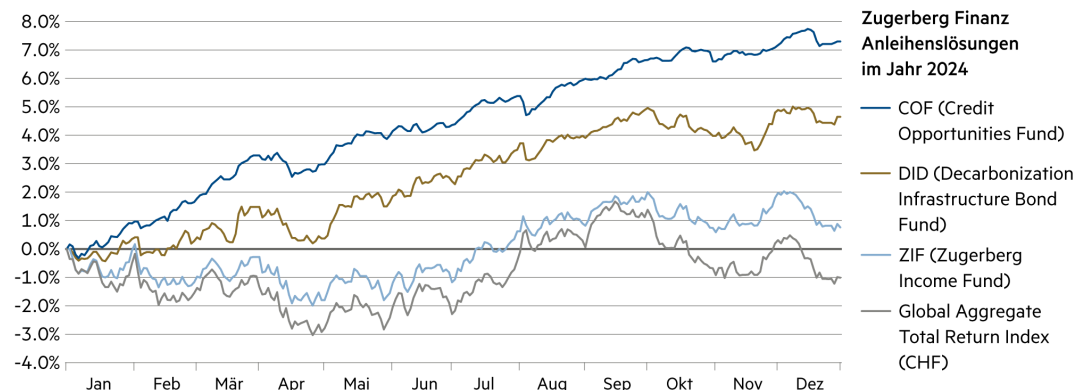
Vor diesem Hintergrund erstaunt es nicht, dass vermehrt Kapital aus den Staatsanleihen in den Bereich der renditemässig attraktiveren Unternehmensanleihen fliesst. Die Fundamentaldaten überzeugen weiterhin, selbst wenn der Risikoaufschlag gegenüber Staatsanleihen historisch auf ein niedriges Niveau gesunken ist.

Manche wenden sich gleich den Privatmärkten (Private Credit, Private Loans, Private Debt, Direct Lending) zu, wo höhere Renditen in Aussicht stehen. Allerdings ist die Liquidität da sehr eingeschränkt. In der Regel geht man mehrjährige «Commitments» ein. Aber auch auf den liquiden Märkten gibt es verhältnismässig attraktive Subsegmente wie Leveraged Loans und AT1-Anleihen. Auf der AT1-Anleihe beispielsweise der Luzerner Kantonalbank erzielten wir eine Rendite von 17% im vergangenen Jahr. Auch nachrangige Anleihen von (Schweizer) Versicherungen haben zahlreiche Anleiheinvestoren erfreut.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→↓	Wesentliche Veränderungen bei den Staatsanleihe-Renditen stehen nicht unmittelbar zur Disposition. Entsprechend gering ist unser Gewicht dieser Klasse.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Als Anleiheklasse bevorzugen wir Corporate Bonds von Geschäftsmodellen, die sich als resilient erweisen und auch technologische Neuerungen positiv aufgreifen.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Wir sehen in diesen Anleihen nach wie vor zahlreiche Chancen, u. a. in nachrangigen Anleihen von Finanzinstitutionen (Versicherungen usw.).

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Erhebliche Unterschiede



Unsere Anleihenslösungen im Jahr 2024 (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Unsere Anleihenslösungen haben sich im Dezember unterschiedlich entwickelt. Dabei erstreckt sich die Bandbreite vom konservativ ausgerichteten Zugerberg Income Fund (ZIF: +0.8% seit Jahresbeginn) bis zum Credit Opportunities Fund (COF: +7.3%). Im Dezember legten der prämienausgerichtete COF noch leicht zu (+0.2%), während der ZIF immerhin weniger als der breite Weltanleihensindex (-1.2%) einbüsste.

Die Anleihenslösungen sind auf die Risikoneigung der Anleger abgestimmt. Wer über eine tiefe Risikoneigung verfügt, hält deutlich mehr des strukturell konservativ ausgerichteten ZIF. Mit zunehmendem Risikoappetit reduziert sich im Portfolio der Anteil des ZIF und erhöht sich der Anteil des COF als sogenanntes «Wertpapier mit erhöhten Risiken».

Das erklärt auch den unterschiedlichen Renditebeitrag der Anleihen im vergangenen Jahr. Im Revo5 liegt die Allokation des COF bei 11% und daraus resultierte aufgrund der Fonds-Performance von +7.3% ein Renditebeitrag von +0.8% zur Gesamtrendite. Im Revo4 lag dieser Beitrag durch die höhere Allokation des COF (16%) sogar bei +1.2%.

Es liegt in der Verantwortung des CIO, die Allokation festzulegen. Zurecht ist die Allokation des ZIF bei tiefem Risikoappetit höher. Diese Anleihen werfen zwar keine hohe Rendite ab, aber sie korrelieren negativ zu Aktien. Dreht der konjunkturelle Wind, schlittert die Wirtschaft in eine rezessive Phase mit entsprechend negativen

Auswirkungen für die Aktienkurse. Gleichzeitig ist jedoch zu erwarten, dass die Kurse der qualitativ hochwertigen Unternehmensanleihen steigen und damit für eine Balance sorgen.

Der ZIF ist mit seinen 315 Anleihen somit wie eine Versicherung positioniert, von der man in rezessiven Wirtschaftsphasen profitiert. Zudem ist die Liquidität in diesem Marktsegment herausragend. Das ist ein weiterer Grund, weshalb der Markt für Unternehmensanleihen in den USA wie auch in Europa insbesondere bei den institutionellen Investoren beliebt ist. Die Nachfrage ist intakt, da dem Erwerb von Aktien vielfach normative Limiten gesetzt und Staatsanleihen nochmals deutlich weniger attraktiv sind.

Private Investoren und Family Offices halten dagegen einen erheblichen Anteil an höher verzinslichen Anleihen mit tieferer Bonität. Das ist ein verhältnismässig kleiner Markt, der in den vergangenen Jahren sogar noch geschrumpft ist. Das ist ein Teil der Erklärung, weshalb sich die Risikoprämien («Spreads») in den vergangenen Quartalen zurückgebildet haben. Sollte die Nachfrage etwas nachlassen, besteht das Risiko, dass die Spreads wieder ansteigen.

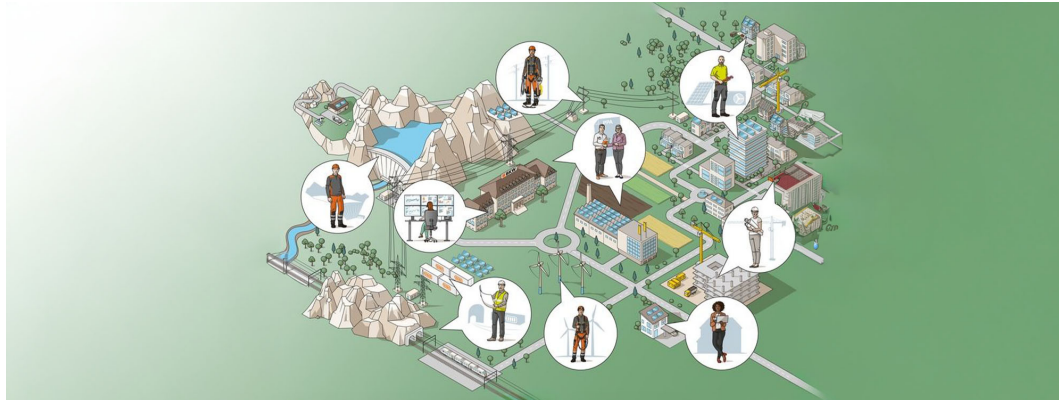
Bei manchen Unternehmensanleihen spiegeln die Spreads aus unserer Sicht nicht mehr das tatsächlich vorhandene Risiko adäquat wider. Auch bezüglich Anleihen aus den Schwellenländern bleiben wir vorsichtig. Umso wichtiger ist die disziplinierte Selektion, die uns bei der Erzielung der Fonds-Performance von +7.3% unterstützte, und die Diversifikation mit 202 Anleihen.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2024 (Gesamtjahresrendite)	+0.8%	+7.3%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-7.8% (-1.2%)	+34.3% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	53%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	93 BP (-1 BP)	416 BP (+2 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB

Weiterführende Informationen finden Sie in den [Factsheets](#) zum Zugerberg Income Fund und Credit Opportunities Fund.

Immobilien, Infrastruktur

Schweizer Infrastrukturunternehmen im Aufwind



Die gesamte Wertschöpfungskette der Energiewende (Bildquelle: BKW Solutions 2030, 8. November 2024)

Durch die sinkenden Leitzinsen befinden sich die Bewertungen von europäischen Infrastrukturunternehmen im Aufwind. Das gewichtige Energieunternehmen BKW, das rund eine Million Menschen mit Strom versorgt, warf im vergangenen Jahr eine Gesamtrendite von +3% ab. Deutlich höher war die Rendite beim Flughafen Zürich (+27%). Bei beiden kann mit steigenden Dividendenausschüttungen gerechnet werden.

Die Ausgangslage ist ausgezeichnet. Der Flughafen Zürich engagiert sich mit dem Flughafen Noida im Süden der indischen Hauptstadt Delhi. Viele rechnen damit, dass der Flughafen Ende April 2025 in Betrieb gehen wird. Wir glauben eher an eine Verzögerung um ein paar Wochen. Dennoch bleibt es ein Projekt, das gigantische Ausmasse annimmt.

Die Alternative zum 72 Kilometer entfernten Indira Gandhi International Airport begann erst im Juni 2022. Der Flughafen, der im Frühjahr 2025 in Betrieb gehen soll, verfügt zunächst über eine Kapazität von 12 Millionen Passagiere pro Jahr. Der Noida International Airport Limited plant, diese in den kommenden Jahren auf jährlich 70 Millionen Passagiere zu erhöhen (zum Vergleich: über Zürich reisen ca. 31 Millionen Passagiere jährlich). Das Ziel bleibt, einen modernen, benutzerfreundlichen und digitalen Vorzeigeflughafen mit vier Terminals sowie sechs Start- und Landebahnen schrittweise zu etablieren, um bis 2030 den global viertgrössten Flughafen in der am stärksten wachsenden Region der Weltwirtschaft erfolgreich zu betreiben.

Der Flughafen hat bereits eine Reihe von Folgeinvestitionen ausge-

löst, welche die Konnektivität mittels Schnell- und Nationalstrassen sowie U-Bahnlinien verbessern und die gesamte Region lebenswerter machen. Mit der baldigen Inbetriebnahme des neuen Flughafens erlebt die Umgebung eine echte, stetige Wertsteigerung, an der auch die Flughafen Zürich AG partizipieren wird. Dieses widerspiegelt sich jedoch nicht adäquat im moderaten Kurs.

Ebenfalls moderat bewertet ist der Berner Stromversorger BKW, dessen bilanziell vorsichtig bewertetes Eigenkapital aktuell bei rund 5.3 Milliarden Franken liegen dürfte. Einerseits geht es dem Unternehmen um Energieversorgung, und zwar zunehmend aus Wind- und Solarenergie (62% der Stromproduktion, hinzu kommt v. a. noch Wasserkraft, wo die Schweiz bekanntlich noch über mehr Potenzial verfügt). BKW will gemäss ihrer Strategie «Solutions 2030» im Ausland v. a. mit Windkraft und Solarenergie expandieren und 2030 einen EBIT von rund einer Milliarde Franken erzielen.

Andererseits sorgen längerfristige Abnahmeverträge für ein solides Fundament für das Handelsgeschäft. Wir dürfen nicht vergessen, dass die Schweiz im Winterhalbjahr immer noch auf Stromimporte angewiesen ist, denn alpine Solaranlagen existieren praktisch kaum. Genau im Gleichgewicht zwischen schützenswerter Berglandschaft und dem ausgewiesenen Bedarf an erneuerbarer Energie liegt eine zentrale Herausforderung für die BKW. Und als dritter Geschäftspfeiler dient der Geschäftsbereich Dienstleistungen, in dem die Ertragskraft allerdings zu wünschen übrig lässt. Doch die Themen wie Energieeffizienz sowie Ausbau und Erneuerung von Infrastruktur werden die BKW noch lange wachsen lassen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Tiefere Zinsen befeuern wieder die Nachfrage. Bei den Renditeliegenschaften ist die Zeit der zinsbedingten Abwertungen vorbei. Aufwertungen folgen verzögert.
Büro-, Verkaufliegenschaften CH	→↗	→↗	Mit Mobimo (ca. 3.4% Dividenden-Rendite) und PSP (ca. 3.0%) fühlen wir uns gut positioniert und mit einer attraktiven Bardividende fair vergütet.
Immobilienfonds CH	→	→↗	Indirekte Schweizer Immobilienanlagen (CHREF) legten im 2024 deutlich zu (+16.0%) und liegen wieder auf dem Niveau vom Jahresbeginn 2022.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Für Infrastrukturbetreiber bleiben die Aussichten blendend: weil sich deren Fremdkapitalkosten reduzieren, darf mit höheren Gewinnen gerechnet werden.

Aktien

Aktienselektion wichtiger denn je

Im Aktienmarktjahr 2025 und darüber hinaus erscheint uns die disziplinierte Selektion wichtiger denn je. Bei den Schweizer Aktien haben wir es erneut geschafft, die entsprechenden passiven Indizes (SMI, SPI) zu übertreffen – so wie in fünf der vergangenen sieben Jahre. Auch bei den internationalen Aktien gelang es uns, eine attraktive Auswahl vorzunehmen und diese aktiv zu bewirtschaften.

In der Schweiz ist es wichtig, sich vom passiven Index abzuheben. Weil die Diversifikation zu gering ist, welche die grossen Unternehmen (Nestlé, Roche, Novartis, UBS) bieten, die den SMI dominieren. Wir gewichten die Unternehmen nicht gleichgewichtet. Die Versimplifizierung des passiven Anlegens ist gescheitert. Zahlreiche Fonds, die im Schweizer Index gleichgewichtet unterwegs waren, sind inzwischen wieder geschlossen und aufgelöst worden. Einer, der noch handelbar ist, hinkt dem SMI in den letzten drei Jahren mehr als 23% hinterher.

Grundsätzlich sind wir auf Unternehmensebene analysierend. Natürlich interessieren uns auch übergeordnete Eckwerte wie das solide Gewinnwachstum, das in den USA (+14% im Jahr 2025), in Deutschland (+12%) und allgemein in Europa (+8%) erwartet wird. Doch sind diese in Beziehung zu den Bewertungen zu sehen. Wenn ein hochbewertetes Unternehmen beim Gewinn «lediglich» um 14% zulegt, ist uns ein tiefbewertetes Unternehmen, das deutlich wächst, lieber. Wir legen viel Wert auf die Analyse des jeweiligen Geschäftsmodells und versuchen die Aufwärtchancen sowie die Abwärtsrisiken richtig einzuschätzen. Das führt dazu, dass wir auch weiterhin Titel halten wie beispielsweise:

Nestlé (-21% Gesamtrendite im Jahr 2024): Da scheint uns das Abwärtsrisiko erheblich geringer als das Aufwärtspotenzial. Die grössten Enttäuschungen des weltweit grössten Nahrungsmittelkonzerns dürften mittlerweile eingepreist sein, obschon sich konsumsensible Werte inflationsbedingt ohnehin schwertun. Den Riesentanker unter dem neuen CEO zu mehr Dynamik zu bringen,

braucht jedoch Geduld.

Sika (-20%): Der Titel zählt zu den drei grössten Verlierern im SMI und dennoch halten wir ihm die Treue. Wir rechnen global mit einem beschleunigten Wachstum und steigenden Margen für den globalen Marktführer.

Lonza (+53%): Der Auftragsfertiger für die Pharmaindustrie profitiert vom US-Biosecure-Act, der sich gegen die Verwendung von in China produzierten Wirkstoffen von Unternehmen wie Wuxi richtet.

Swiss Re (+48%): Unter dem neuen CEO Andreas Berger setzte der Rückversicherer zu einem eindrücklichen Pfad an. In der Vergangenheit haben abwegige Strategieentscheide den Marktführer immer wieder zurückgeworfen. Damit ist nun Schluss. Zudem sorgen die anhaltend hohen US-Zinsen und steigende Prämien in einem wachsenden Markt nach Rückversicherungsschutz für Rekordgewinne.

Holcim (+37%): Wir rechnen mit einer Fortsetzung der Erfolgsgeschichte durch die Abspaltung des US-Geschäfts, das eine Boomphase durchläuft und einer entsprechend hohen Bewertung in New York entgegenblickt. Durch emissionsarme Baustoffe und Recycling dürfte es Holcim erneut gelingen, die Margen bei wachsendem Umsatz zu steigern.

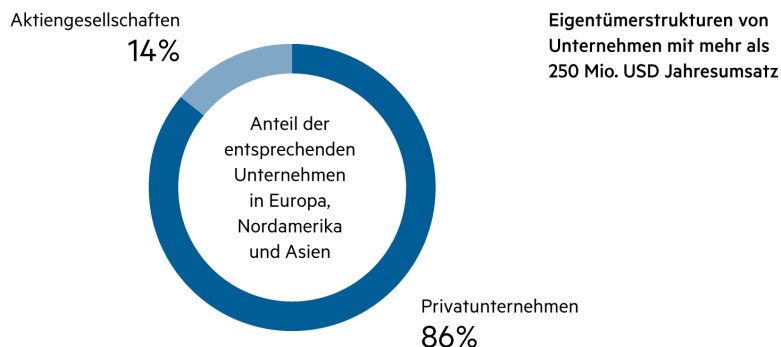
Zurich (+30%) wie **Swiss Life** (+26%) entwickeln sich aus unterschiedlichen Gründen in eine attraktive Zukunft. Bei **Axa** (+23%) erzielten wir eine überdurchschnittliche Rendite, weil wir bei einem Kursniveau von 34 Euro die Position reduzierten und bei 30.6 Euro wieder erhöhten (nun liegt der Kurs wieder bei 34 Euro).

Und in Schwellenländern suchen wir sorgfältig nach Fondsmanagern, die sich in unserem Wertestil verhalten und auf dem indischen Aktienmarkt ähnlich vorgehen wie wir auf dem schweizerischen. Das verhalf uns, den jeweiligen Benchmark über mehrere Jahre hinweg deutlich zu übertreffen. Im letzten Jahr erzielten wir mit unseren Aktienfonds eine Rendite von +20% respektive +21%.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Portfoliobeiträge leisteten auch «kleinere» Unternehmen wie Accelleron (+82%), Swissquote (+73%), SGS (+30%) und Alcon (+18%).
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Die grössten Portfoliobeiträge leisteten SAP (+73% Gesamtrendite im Jahr 2024), Schneider Electric (+36%) sowie Axa (siehe oben) und Siemens (+15%).
Aktien USA	↗	↗	Die grössten Portfoliobeiträge leisteten Nvidia (+61% Gesamtrendite im Jahr 2024), Alphabet (+46%), Apple (41%), Amazon (+34%) sowie Microsoft (+22%).
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Eine dynamische Allokation erfordert auch einen Anteil Direktanlagen in Schwellenländern, begleitet von einem aktiven Risikomanagement.

Alternative Anlagen

Goldene Jahre für Privatmarktanlagen



Privatunternehmen vs. kotierte Unternehmen (Quelle: Blackstone, Capital IQ: Stand 11/2023 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die hohen Erwartungen an private Märkte mehren sich. Immer mehr Unternehmen bleiben der Börse fern und entwickeln sich mit privatem Kapital weiter. Weltweit stand noch nie so viel Private Equity und Private Debt zur Verfügung wie in der Gegenwart. Und mit neuen, anlegerfreundlichen Strukturen wird der Zugang vereinfacht und damit das gesamte Realwert-Portfolio besser diversifiziert.

Der weltgrösste Vermögensverwalter Blackrock widmete jüngst der Anlageklasse Private Markets einen separaten Jahresausblick. Die Nachfrage nach Privatmarktanlagen steigt, weil damit die Renditequellen diversifiziert werden können. Zwar gibt es immer noch Pensionskassen wie die eidgenössische Publica, die in Privatmärkten 0% allozieren, während es bei der professionell geführten Schweizerischen Unfallversicherungs-Anstalt (SUVA) bereits etwa 10% sind. In manchen amerikanischen Pensionskassen reicht die Allokation bis zu 25% und übertrifft mancherorts die Allokation der öffentlich gehandelten Aktien.

Blackrock analysierte, dass die Bereiche Private Equity, Private Credit, Private Infrastructure und Private Real Estate eine neue Ära des Wachstums erfahren werden. Die besten Tage für die Privatmärkte stehen noch bevor, angetrieben von einer höheren Investitionstätigkeit, niedrigeren Finanzierungskosten und einer höheren Nachfrage nach langfristigem Kapital. Die prognostizierten Privatmärkte könnten von heute 13 Billionen Dollar auf mehr als 20 Billionen Dollar bis 2030 wachsen. Blackrock glaubt, dass Private Credit zunehmend das Bankkreditgeschäft verdrängt und wie Private Infrastructure am schnellsten wachsen wird.

Besondere Chancen ergeben sich durch die Künstliche Intelligenz (KI): Investoren können auf die transformativen Möglichkeiten zugreifen, die KI durch private Infrastruktur-Investments sowie Fremdkapital, Private Equity und Immobilien bietet. Die Vielfalt der Anlagemöglichkeiten nimmt rasant zu, auch geografisch. 86% aller Unternehmen mit einem Jahresumsatz von mehr als 250 Millionen Dollar sind privat gehalten und nur gerade 14% sind kotiert. Eine Reihe tiefgreifender Veränderungen in der weltweiten Demografie, der Energienachfrage, der digitalen Technologie und den Lieferketten treiben die Investitionen auf den Privatmärkten weiter voran – auch zur besseren Diversifikation.

Auch die Transaktionsaktivitäten nehmen sowohl auf dem Übernahm- als auch auf dem IPO-Markt zu, was zu mehr Exits und Ausschüttungen im Bereich Private Equity führen dürfte. Darauf haben wir bereits im vergangenen Monatsbericht hingewiesen. Neu ist, dass der Schweizer Privatmarktanbieter Partners Group, der sich global unter die «Top 10» einreihen lässt, zusammen mit Blackrock eine Multi-Privatmarkt-Modelllösung auf den Markt bringt. Sie beinhaltet Private Equity, Private Credit und Real Assets in einem einzigen diversifizierten Portfolio für alternative Anlagen.

Je nach Risikoneigung ergänzen wir unsere Zugerberg Finanz Lösungen schon seit einigen Jahren mit Privatmarktanlagen. Ab der Risikoklasse 2 setzen wir mit 4% auf diese Anlageklassen, danach steigt die Allokation bis 7% in der Risikoklasse 5. Im vergangenen Jahr wurde mit dem jeweiligen Anlagegefäss zwischen 15% und 20% Gesamtrendite erzielt.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→↓	→	Durch den enormen Energiebedarf für Rechenzentren erfahren derzeit dekarbonisierte Energielösungen (inkl. Nuklearenergie) einen neuen Nachfrage-Schub.
Gold, Edelmetalle	→↑	→↑	Gold dürfte von Zentralbanken (China, Russland, Asien) weiterhin gesucht bleiben. Wir rechnen mit deutlich steigenden Goldnotierungen im laufenden Jahr.
Insurance Linked Securities	↑	↑	Es handelt sich dabei weiterhin um solide Finanzinstrumente, die an bestimmte Versicherungsrisiken gekoppelt sind, und ein Portfolio diversifizieren können.
Private Equity	↑	↑	Mit Privatmarktanlagen haben wir 2024 überdurchschnittliche Renditen erzielt. Über einen Konjunkturzyklus streben wir eine tiefe zweistellige Rendite in CHF an.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)				
Aktien		31.12.2024	12/2024	2024	2023	2022	2021
SMI	CHF	11'600.9	-1.4%	+4.2%	+3.8%	-16.7%	+20.3%
SPI	CHF	15'472.3	-1.3%	+6.2%	+6.1%	-16.5%	+23.4%
DAX	EUR	19'909.1	+2.5%	+20.4%	+13.1%	-16.3%	+10.4%
CAC 40	EUR	7'313.6	+2.1%	-1.8%	+9.6%	-13.9%	+23.6%
FTSE MIB	EUR	34'186.2	+3.4%	+14.1%	+20.4%	-17.3%	+17.3%
FTSE 100	GBP	8'121.0	-0.8%	+11.3%	-0.3%	-8.8%	+16.7%
EuroStoxx50	EUR	4'869.3	+2.4%	+9.1%	+12.1%	-16.0%	+16.0%
Dow Jones	USD	42'573.7	-2.6%	+21.8%	+3.5%	-7.7%	+22.2%
S&P 500	USD	5'906.9	+0.6%	+33.6%	+13.1%	-18.5%	+30.6%
Nasdaq Composite	USD	19'486.8	+4.2%	+40.0%	+30.6%	-32.3%	+25.0%
Nikkei 225	JPY	39'894.5	+2.1%	+15.2%	+8.6%	-19.7%	-2.6%
Sensex	INR	78'248.1	-0.4%	+13.7%	+7.4%	-4.8%	+23.2%
MSCI World	USD	3'718.9	+0.3%	+26.6%	+10.8%	-18.5%	+23.7%
MSCI EM	USD	1'078.4	+2.7%	+13.6%	-2.6%	-21.5%	-1.8%
Obligationen (gemischt)		31.12.2024	12/2024	2024	2023	2022	2021
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.2	-1.1%	-1.4%	+2.2%	-13.2%	-3.0%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.2	-1.6%	-0.7%	+4.2%	-16.7%	-2.0%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	360.2	-0.6%	+6.1%	+8.7%	-13.6%	+1.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	271.9	-1.4%	+2.4%	+4.5%	-18.2%	-2.7%
Staatsobligationen		31.12.2024	12/2024	2024	2023	2022	2021
SBI Dom Gov	CHF	186.9	-1.0%	+4.1%	+12.5%	-17.0%	-4.2%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	136.4	-1.9%	-3.7%	-0.5%	-15.0%	-3.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	180.1	-1.7%	-0.8%	+4.8%	-18.9%	-3.7%
Unternehmensobligationen		31.12.2024	12/2024	2024	2023	2022	2021
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	191.0	+0.1%	+5.1%	+5.7%	-7.5%	-0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.4	-2.2%	-2.2%	+3.5%	-18.5%	-2.3%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	607.6	-0.9%	+3.6%	+8.5%	-13.7%	+4.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	167.9	-0.7%	+2.0%	+5.9%	-14.1%	-1.2%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	302.6	+0.4%	+5.4%	+9.8%	-10.9%	+3.2%
Alternative Anlagen		31.12.2024	12/2024	2024	2023	2022	2021
Gold Spot CHF/kg	CHF	75'729.1	+0.7%	+34.5%	+0.8%	+1.0%	-0.6%
Commodity Index	USD	98.9	+3.5%	+8.1%	-20.4%	+15.1%	+30.8%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'714.8	+2.1%	+16.0%	+5.4%	-17.3%	+7.6%
Währungen		31.12.2024	12/2024	2024	2023	2022	2021
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9037	+2.6%	+7.4%	-9.0%	+1.3%	+3.1%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9405	+0.9%	+1.3%	-6.1%	-4.6%	-4.0%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5761	-2.0%	-3.4%	-15.4%	-11.0%	-7.5%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1343	+1.1%	+5.9%	-4.2%	-9.3%	+1.9%

Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden, allgemein zugänglichen Quellen. Für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen können wir keine Gewähr übernehmen. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Diese Publikation richtet sich ausschliesslich an Kunden/Interessenten aus der Schweiz und die rechtlichen Hinweise im Impressum auf www.zugerberg-finanz.ch finden entsprechend Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung.

Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lüssiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.12.2024; Wirtschaftsdaten per 31.12.2024; Wirtschaftsprognosen vom 31.12.2024; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.