



(Foto: Andreas Busslinger)

Eher Verhandlungstaktik als Handelskrieg

Insgesamt erwarten wir vom gesamten Jahr 2025 eine weitere positive weltwirtschaftliche Entwicklung in der Grössenordnung von +3% real und +6% nominal. Es müssten bedeutende Verwerfungen geschehen, um die auf einem stabilen Wachstumspfad robust verankerte USA in eine Rezession zu stürzen. In Europa wie auch in China wird das Jahr 2025 ohnehin von fiskalischen Stimuli und geldpolitischen Lockerungen geprägt sein.

Mit der Inauguration von Donald Trump hat sich das Jahr 2025 gewiss in eine neue Phase bewegt. Wie wir bereits im Halbjahresbericht erläuterten, rechnen wir mit verstärktem ökonomischem Nationalismus, vermehrt auch mit Staatskapitalismus. Die Erhebung von US-Zöllen gegen stark vernetzte und verbundene Nachbarstaaten wie Kanada und Mexiko, die auch durch ein Freihandelsabkommen eigentlich eng eingebunden sind, ist nicht wirklich überraschend. Im

nordamerikanischen Fertigungsprozess überqueren Autos bis zu achtmal die Grenzen. Die Zölle sind weniger als Handelskrieg sondern vielmehr verhandlungstaktische Massnahme zu werten. Bei China handelt es sich dagegen um einen strategischen Rivalen.

Europa wird sich auf den Weckruf aus dem Weissen Haus rasch einstellen müssen. Das Atlantikbündnis NATO wird wesentlich auf europäische Investitionen in die Friedenssicherung angewiesen sein. Investitionen sind zudem in allen Infrastrukturbereichen notwendig (v. a. Kommunikation, Verkehr, Energie) und werden wachstumsfördernd wirken. Wir leben in einer aussergewöhnlich dynamischen Zeit, in der sich Unternehmen und Staaten ihre Wettbewerbsfähigkeit nur aufrechterhalten können, sofern lange vernachlässigte Aufgaben überzeugend angepackt werden.

Guter Start ins 2025

Für die Schweizer Investoren erfolgte im Januar der beste Start des Swiss Market Index in seiner Geschichte (SMI: +8.6%). Zuletzt kam es an 15 aufeinanderfolgenden Handelstagen zu einer positiven Entwicklung. Das ist die längste Serie aufeinanderfolgender Kursgewinne seit Einführung des SMI im Jahr 1988. Das ist umso bemerkenswerter, weil sich die US-Aktienmärkte seit bald einem halben Jahr in einem Seitwärtsband befinden. Auch die Wahl von Donald Trump vermochte keine Impulse zu setzen. In den letzten drei Monaten stagnierten die US-Märkte.

Gemischt war das Bild bei den Anleihen. In der Schweiz sank der Anleiheindex (-0.6%) leicht, doch in unseren Portfolios setzten wir aktive Anleihehlösungen ein, die sich im Januar (+0.1% bis +0.5%) positiv entwickelten.

In dieser Kapitalmarktumgebung zeigte sich in der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. Revo1 mit einem hohen Anleiheanteil bei +1.5%) bereits eine deutlich positive Rendite. In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +3.2%) schlug sich die Aktienperformance stärker nieder. Eindrücklich war schliesslich die dynamische Risikoklasse 5 (z. B. Revo5 +4.8% im Januar). Besonders ragte die Performance der Dividendenlösung (z. B. RevoDividenden mit +5.7%) hervor. Das Revo5 umfasst auch dividendenlose Wachstumsaktien aus der Technologiebranche, die teils eine negative Rendite im Januar hinlegten (Nvidia -11%, Apple -6%). Ein weiterer Hauptfaktor für den Renditeunterschied waren u. a. Schweizer dividendenstarke Aktien, welche ausschliesslich in der Dividendenlösung eingesetzt werden (u. a. SIG Group +11%, Cembra Money Bank +10%, Helvetia Holding +7%).

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Januar 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	+1.1%	+1.1%
Zugerberg Finanz R2	+1.9%	+1.9%
Zugerberg Finanz R3	+2.6%	+2.6%
Zugerberg Finanz R4	+3.3%	+3.3%
Zugerberg Finanz R5	+3.9%	+3.9%
Zugerberg Finanz RDividenden	+5.2%	+5.2%
Zugerberg Finanz Revo1	+1.5%	+1.5%
Zugerberg Finanz Revo2	+2.4%	+2.4%
Zugerberg Finanz Revo3	+3.2%	+3.2%
Zugerberg Finanz Revo4	+3.9%	+3.9%
Zugerberg Finanz Revo5	+4.8%	+4.8%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+5.7%	+5.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.2%	+1.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+1.4%	+1.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+1.4%	+1.4%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Januar 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.6%	+0.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+1.3%	+1.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+1.8%	+1.8%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+2.5%	+2.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+3.2%	+3.2%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Januar 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+1.5%	+1.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+2.4%	+2.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+3.2%	+3.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+3.9%	+3.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+4.8%	+4.8%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+5.7%	+5.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.2%	+1.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+1.4%	+1.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+1.4%	+1.4%

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

Makroökonomie

Wohlstand, Wachstum und Wettbewerb



(Bildquelle: stock.adobe.com)

Die Weltwirtschaft wird wachsen. Der Schwerpunkt liegt in Asien. Die kleinere USA wächst etwa gleich stark wie das wesentlich bevölkerungsreichere Europa. Hier tut man gut daran, Leistungsbereitschaft wieder zu prämiieren. In risikoarmen, satten und auf Umverteilung fokussierten Gesellschaften wie dem allzu lange rot-grün regierten Deutschland stagnierte zuletzt die Produktivität – so fällt man aus hausgemachten Gründen zurück im globalen Wettbewerb und vermindert den Wohlstand für alle.

«Cash is king» heisst es landläufig, doch die Kapitalmärkte sehen dies anders. Die liquiden Mittel werden weltweit auf einer historisch tiefen Ebene gehalten, obschon mancherorts in Geldmarktanlagen Renditen von mehr als 4% (z. B. in US-Dollar) locken. Doch zahlreiche Opportunitäten in der realen Wirtschaft reizen mit höheren Renditeaussichten. Investitionen in kotierte Aktien werfen erwartungsgemäss höhere Renditen ab. Einzelne Branchen und Themen (Künstliche Intelligenz / Bau, Ausrüstung und Betrieb von Rechenzentren mit entsprechender Energieversorgung) verheissen hohes Wachstum auf allen Kontinenten. Deshalb dürften Aktien zusammen mit Immobilien die bevorzugte Anlageklasse zur realen Werterhaltung und langfristigen Wertsteigerung von Vermögen bleiben.

Ein weiterer Grund, warum Investoren nicht bereit sind, hohe Barguthaben zu halten, ist die Erwartung, dass die Zentralbanken früher oder später die Zinsen – wie in der Schweiz – breitflächig auf ein neutrales oder unter das neutrale Niveau senken werden. Diese Erwartung wiederum hat zu einer überdurchschnittlich hohen Nachfrage nach Duration geführt, d. h. weltweit versuchen Investo-

ren noch hohe Anleiherenditen zu sichern, bevor die Zentralbanken die Zinsen stark senken. In Grossbritannien locken anfangs Februar 4.5% Rendite für zehnjährige Staatsanleihen, in Frankreich und Spanien ein bisschen mehr als 3.0% und in Australien 4.4%.

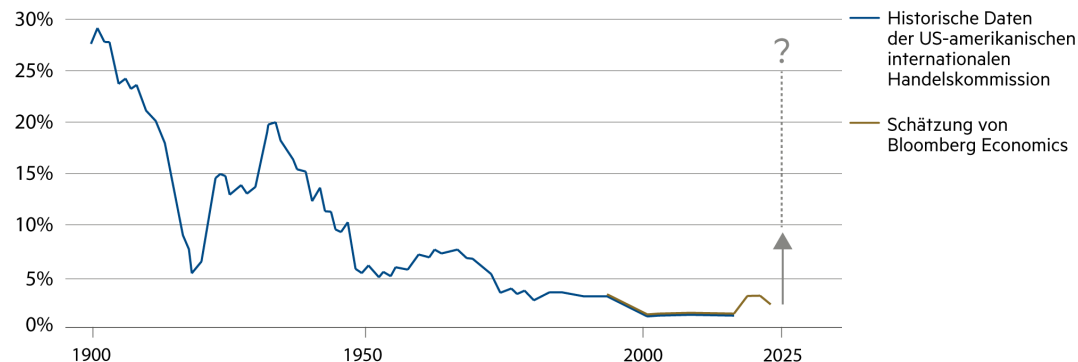
Darüber hinaus stammte eine weitere Quelle der Nachfrage nach Duration wahrscheinlich aus der unerwartet starken Aufwertung der Aktienkurse im vergangenen Jahr, die einige Anleger dazu veranlasste, Duration als Absicherung für ihre steigenden Aktienallokationen respektive für eine durch die Trumpsche Wirtschaftspolitik abgekühlte Weltwirtschaft zu kaufen.

Die erratische Politik Trumps ist mit erheblichen Risiken verbunden, die vom Markt bis anfangs Februar wohl etwas unterschätzt wurden. Wir müssen mit Schnellschüssen rechnen, in der Handelspolitik wie auch in der Sicherheitspolitik. Entsprechend werden Investoren Risikoprämien einfordern – bei Staats- und Unternehmensanleihen wie auch bei Aktien. Das gilt auch und insbesondere für die USA. Im Jahr 2025 laufen US-Staatsanleihen im Umfang von 9'500 Milliarden Dollar aus. Zusätzlich zu diesem Refinanzierungsbedarf werden weitere Anleihen aufgrund der Neuverschuldung emittiert werden müssen. Eine derartige Welle von Staatsanleihen wird nur mit hohen nominellen Zinsen abgesetzt werden können, denn die Zweifel am US-Staatshaushalt nehmen zu. Derzeit werfen die zehnjährigen Anleihen 4.6% Rendite ab. Möglicherweise müssen es 5% werden, um alle Anleihen wie geplant im In- und Ausland zu platzieren.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die Schweiz dürfte in den nächsten drei Jahren real um je +1.5% bis +2.0% wachsen und damit etwas stärker als die umliegenden Eurostaaten.
Eurozone, Europa	↗	↗	Steigende Reallöhne und sinkende Zinsen sowie steigende Investitionen von staatlicher wie auch von privater Hand werden das Wachstum fördern.
USA	↗	↗	Die Fed-Prognosen für die USA (BIP 2025: +2.1%, 2026: +2.0%) dürften u. E. nach übertroffen werden. Die Arbeitslosigkeit (Fed: 4.3%) 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

Volatilität bleibt



Dreht sich das US-Zoll-Rad um Jahrzehnte zurück? (Quelle: USITC, US Census Bureau, US Bureau of Economic Analysis | Grafik: Zugerberg Finanz)

Schnelle Kurswechsel in der Verhandlungstaktik dürften in den kommenden Jahren zur Tagesordnung werden und damit für eine erhöhte Volatilität bei den Wechselkursen sorgen. Nachdem Donald Trump am 1. Februar höhere Zölle gegenüber Kanada, Mexiko und China verhängte, sanken deren Wechselkurse. Als durchsickerte, dass die Zölle um mindestens einen Monat aufgeschoben würden, erholten sich die Kurse wieder.

Diese Zölle dürften nur eine erste Salve sein und damit ein Vorge-schmack darauf, was noch kommen wird. Was angedroht wurde, wären die höchsten Zölle seit 1930, als die USA mitten in einer grossen Weltwirtschaftskrise zu dieser Massnahme griff. Gegenüber den BRICS-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika und seit Januar 2025 auch Indonesien) werden gar Zölle von 100% angedroht, sofern sie weiterhin versuchen würden, den US-Dollar als Reservewährung zu ersetzen. Das träfe dann Unternehmen wie Tata Steel, Reliance Industries, Adani Ports, JSW Steel, Indofood und Freeport Indonesia direkt und indirekt ziemlich hart.

Zwei BRICS-Mitgliederstaaten, Russland und China, haben in den letzten Jahren proaktiv und öffentlich die Entdollarisierung forciert und ihre Währungsreserven vor allem mit Gold aufgestockt, was den Goldpreis auf ein historisches Allzeithoch getrieben hat. Indien dagegen verfolgt keine Währungspolitik der Entdollarisierung und die USA bleiben Indiens Hauptexportmarkt. Auch bei der Verrechnung von Dienstleistungen will Indien seine IT-Service-Center mit dem «harten» Dollar abgelden lassen. In den letzten 50 Jahren wertete sich die indische Rupie von 8 pro Dollar auf 87 pro Dollar ab (92%

Abwertung). Indonesien befürwortet explizit die Entdollarisierung nicht, möchte aber den bilateralen Handel in der jeweiligen Währung vollziehen, was letztlich auf dasselbe hinausläuft.

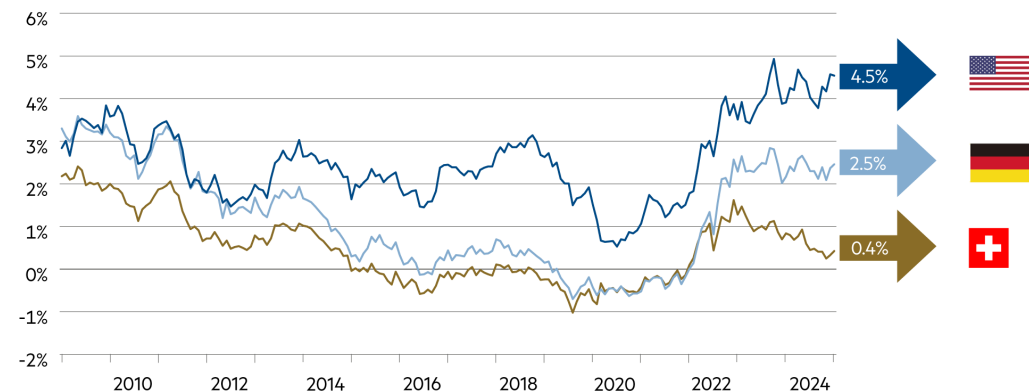
Zölle sind und bleiben ein Lieblingsinstrument in der politischen Werkzeugkiste von Donald Trump. Dabei kümmert er sich wenig um internationale Abkommen. Ihm geht es um «America first», und wenn es sein muss, unter Anwendung von brachialer Gewalt. Doch helfen Zölle den US-Marken nicht. Trump behauptet, amerikanische Autos würden durch die EU benachteiligt. Dabei sind es nicht einmal 7'000 Personenwagen inklusive grosser SUVs amerikanischer Marken, die im 2024 aus nordamerikanischer Produktion beispielsweise auf dem deutschen Markt abgesetzt werden konnten (0.24% Marktanteil). Die in den USA hergestellten SUVs von Mercedes und BMW, für die bei der Einfuhr in die EU dieselben Zölle fällig wurden, verkauften sich zehnmals besser.

Das ist die wichtige Lehre aus jahrzehntelanger ökonomischer Forschung rund um Zölle: Wer den eigenen Markt mit einer hohen Zollmauer umgibt, setzt falsche Anreize. US-Automobilunternehmen sind fast nur noch im Heimmarkt wettbewerbsfähig. International verlieren sie den Anschluss. Als die USA noch der grösste Automarkt der Welt war, konnten General Motors und Ford davon träumen, dass die Autos, die gut sind für die USA, auch gut sein könnten für den Rest der Welt. Doch nun ist China der grösste Automarkt, und da hat selbst der Newcomer Tesla grösste Probleme, sich zu etablieren.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Swapsätze über 12 Monate (0.1%) liegen etwas tiefer als jene über 5 Jahre (0.2%). Der Trend zur Null-Verzinsung von Sparkonti ist unübersehbar.
Euro / Schweizer Franken	→	→↘	Die EZB dürfte im März und April je den nächsten Schritt machen und die Leitzinsen im Frühsommer in die geldpolitisch neutrale Region von 2.0% führen.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Die Inflationsdifferenz dürfte sich bei 2% stabilisieren; die Renditedifferenz bei den 10-jährigen Staatsanleihen (aktuell 4.2%) dürfte sich eher noch etwas ausweiten.
Euro / US-Dollar	→↗	→↗	Verhandlungstaktik und handelskriegerische Rhetorik dürften den Dollar stärken und den Euro schwächen – aber nur vorübergehend.

Anleihen

Anhaltend grosse Rendite-Unterschiede



Benchmark-Renditeverlauf der zehnjährigen Staatsanleihen (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die US-Tresorerie spürt das schwindende Interesse an langjährigen Schatzanleihen. Diese müssen deutlich höher verzinst werden als in Europa. Die Differenz zu den zehnjährigen Eidgenossen liegt bei 4.2%. Der Kapitalmarkt wirkt zur Disziplinierung der neuen, ausgabefreundlichen US-Regierung unter Donald Trump. Bereits jetzt wenden die USA 3.5% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) für Zinsen auf – mehr als das, was das Pentagon jedes Jahr ausgibt.

Die Kreditmärkte glauben nicht an die Einsparungen von Elon Musks DOGE (Department of Government Efficiency). Vielmehr rechnet man mit mehr Steuersenkungen und grösseren Haushaltsdefiziten. Jemand muss die Löcher im Staatshaushalt stopfen. Ausländer aus China, Japan sowie Europa tun das immer weniger. Deswegen wird ihnen mit Zöllen gedroht, sollten sie nicht wie früher US-Schatzanleihen kaufen.

Seit März 2022 hat die Fed geldpolitisch signalisiert, nicht mehr für die horrenden Haushaltsdefizite mit Käufen von Staatsanleihen einzuspringen. Bis dahin hatte sie einen Grossteil der Neuemissionen gekauft. Nun stellen sich die Kreditmärkte auf eine Emissionswelle ein, die auf sie zukommen wird. Das Haushaltsdefizit wird die nächsten Jahre wohl riesig bleiben und sich vermutlich noch vergrössern.

Kurzfristig wird die «unabhängige» Fed nicht gezwungen werden können, die frisch emittierten Staatsanleihen zu kaufen. Das geht vielleicht in der Türkei, aber selbst da auch nur durch die Inkaufnahme einer massiven Währungsabwertung mit entsprechend hoher Inflation. Doch Donald Trump hat seiner Wählerschaft die Rückkehr zu tiefen Inflationsraten versprochen, weshalb er sich vor einer

starken Währungsabwertung fürchtet.

Vor 15 Jahren waren die US-Staatsanleihen gleich beliebt wie deutsche Bundesanleihen. Die Rendite der Schweizer Anleihen war leicht tiefer, rund 1% bis 1.5%. Das ist nun nicht mehr der Fall. Die Phase von Anleihen als «sichere» Anlage ist ebenfalls vorbei. Die Renditen reagieren immer sensibler auf finanzpolitische Nachrichten und schütteln die Kurse hin und her. Der Volatilitätsindex der US-Staatsanleihen («Move») liegt mit 95 rund 50% höher als in der präpandemischen Dekade.

Der Anleihenmarkt ist stärker als der US-Präsident oder auch der von den Republikanern eroberte Kongress. Es ist die einzige Instanz, welche die Regierung wirklich dazu zwingen kann, ihre Finanzen in Ordnung zu bringen. Zuletzt räumte die britische Premierministerin Liz Truss nach sechs Wochen ihr Amt, weil die Finanzmärkte ihr Wirtschaftsprogramm ablehnten. Sie trieben das Pfund in den Keller und die Renditen der Staatsanleihen in die Höhe. Als Folge davon musste die Bank of England zahlreiche britische Pensionskassen retten, deren Anleihen massivste Verluste erlitten.

Bei Renditen von 5% für Staatsanleihen liegen die Zinsen für neue Hypothekarkredite bei 7% und jene für Leasingraten bei 8% bis 10%. Kreditkartenüberzüge kosten 12% bis 16%, je nach Credit Scoring. Der neue US-Finanzminister Scott Bessent weiss um das fragile Gleichgewicht. Als Hedge Fonds Manager kennt er die Spekulanten. Wenn es ihm nicht gelingt, die Steuersenkungspläne mit glaubwürdigen Einsparungen zu kompensieren, drohen Turbulenzen am US-Anleihenmarkt, der globale Systemrelevanz hat.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→↓	In den nächsten 12 Monaten werden in den USA zwei Leitzinssenkungen erwartet (auf 3.9%), in der Eurozone vier (auf 1.7%) und in der Schweiz zwei (auf 0.0%).
Unternehmensanleihen	↗	↗	Die Risikoprämien sind tief und die Ausfallraten niedrig. Attraktiv ist eine disziplinierte Selektion, insbesondere im europäischen Hochzinsumfeld.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	In nachrangigen Anleihen von Finanzinstitutionen (Versicherungen usw.) sehen wir weiterhin attraktives Renditepotenzial, insbesondere in Europa.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Solider Jahresstart



(Bildquelle: stock.adobe.com)

Der Swiss Bond Index (-0.6%) erlitt einen Wertverlust. Dagegen erzielten unsere Anleihenslösungen einen leichten Wertzuwachs. Dabei erstreckt sich die Bandbreite vom konservativ ausgerichteten Zugerberg Income Fund (ZIF: +0.1%) bis zum prämienausgerichteten Credit Opportunities Fund (COF: +0.5%).

Die Unternehmensanleihen bleiben weiterhin eine interessante Anlageklasse, die wir je nach Risikoprofil der Kundschaft einsetzen (vgl. Monatsbericht Januar 2025). Dabei unterscheiden wir im Wesentlichen zwei Gefässe. Das eine ist aufgrund der geringeren Bonität der Unternehmen («BB» im Durchschnitt beim COF) vermeintlich mit mehr Risiken verbunden als das andere (ZIF), dessen Kreditrating im Durchschnitt bei einem «A» liegt.

Vermeintlich schreiben wir hier, weil die historische Volatilität im vergangenen Jahr beim COF bei 2.1% einen Drittel tiefer lag als jene beim ZIF. Sofern man Volatilität mit Risiko verbindet, könnte man kontraintuitiv analysieren, dass Unternehmensanleihen mit einer geringeren Bonität weniger risikobehaftet seien als solche mit einer hohen Bonität. Diese Beobachtung kann vorübergehend durchaus zutreffen, aber der wahre Hintergrund für die höhere Volatilität ist nicht die Bonität, sondern die Duration.

Anleihen mit einer hohen Restlaufzeit schwanken deutlich stärker als solche mit einer geringen Restlaufzeit. Somit lohnt sich der Blick auf die Duration. Sie ist bei Unternehmensanleihen mit einer geringeren Bonität strukturell tiefer. Diese Unternehmen nehmen typischer-

weise Kapital für vier bis fünf Jahre auf. Bei Unternehmen mit einer hohen Bonität sind Investoren auch bereit, finanzielle Mittel über zehn Jahre und mehr zur Verfügung zu stellen.

Dies erklärt letztlich auch, weshalb die Duration im COF bei 2.5 und im ZIF bei 5.3 liegt. Die Zinsänderungsrisiken sind beim ZIF gewissermassen das Hauptrisiko; umgekehrt lässt sich feststellen, die Zinserträge sind die Haupteinnahmequelle. Die Kreditrisikoprämie fiel im Januar auf 85 Basispunkte. Das entspricht dem Zusatzeinkommen gegenüber einer durationsadjustierten Staatsanleihe. Mit Ausfällen ist angesichts der hohen durchschnittlichen Bonität nicht zu rechnen.

Beim COF sind die Kreditrisikoprämien die Haupteinnahmequelle. Mit 417 Basispunkten respektive 4.2% p. a. wird deutlich mehr Rendite erwartet. Doch in dieser Prämienvereinnahmung ist implizit inkludiert, dass von Zeit zu Zeit ein oder mehrere Schuldner in finanzielle Schwierigkeiten geraten könnten. Wir rechnen angesichts des derzeitigen Konjunkturzyklus mit einer Ausfallquote im Umfang von 1.2%, was zu einem Nettoertrag von 3.0% über der Verzinsung der risikolosen Staatsanleihe führen dürfte. Um die Auswirkungen einer möglichen Verzögerung oder Verhinderung einer Zinszahlung respektive Tilgung so gering wie möglich zu halten, diversifizieren wir das Portfolio. Beim COF handelt es sich um 199 Anleihen von 172 Schuldnern, beim ZIF um 303 Anleihen von insgesamt 201 Schuld-
nern.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2025 (seit Jahresbeginn)	+0.1%	+0.5%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-7.7% (-1.2%)	+35% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	54%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	85 BP (-8 BP)	417 BP (+1 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Mehr Rendite als mit Obligationen



(Foto: Andreas Busslinger)

Das Umfeld hat sich positiv für Immobilienwerte entwickelt. Auf den langfristigen Eidgenossen winken jährliche Erträge von 0.3%. Dagegen sind die Aussichten für Renditeliegenschaften in der Schweiz deutlich höher. Deshalb dürfte die Nachfrage nach Immobilien-Direktanlagen wie auch nach Immobilienanlagegefässen in der Schweiz zunehmen.

Nur 26 Monate nach dem Höhepunkt von 3.5% Inflationsrate im August 2022 liegt diese in der Schweiz bereits wieder bei tiefen 0.6%. Dies ermöglichte der Schweizerischen Nationalbank, die Leitzinsen zu senken und damit auch die Kreditkonditionen für Hypothekarschulden zu verbessern. Die Beobachtung, dass sich mittlerweile Kredite wieder ab 1.2% finanzieren lassen, sorgt zweifellos für eine erhöhte Nachfrage aus dem Kreis der privaten Haushalte.

Die erhöhte Nachfrage aus dem Kreis der institutionellen Investoren hat dagegen mit den Renditeaussichten zu tun. Einerseits sind alternative Renditequellen in Schweizer Franken mit einer vergleichbar stabilen Cash Flow-Struktur kaum erkennbar. Andererseits liegt die allgemeine Leerstandsquote typischerweise unter 1.0%.

Die anhaltende Individualisierung sorgt für eine steigende Nachfrage nach Wohnungen. Das Bundesamt für Statistik geht im mittleren Bevölkerungsszenario bis 2050 davon aus, dass die durchschnittliche Haushaltsgrösse von aktuell 2.22 auf 2.15 sinken wird. Was nach wenig tönen mag, bedeutet, dass selbst bei gleichbleibender

Wohnbevölkerung im Jahr 2050 130'000 Wohneinheiten mehr benötigt werden als heute. Die Zuwanderung sorgt zudem für eine robuste Zusatznachfrage nach Mietwohnungen – selbst bei steigenden Mieten.

Der Immobilienmarkt Schweiz ist geprägt von einem «spannungsfreien» Wachstum. Sowohl die Konflikte in der Ukraine wie auch im Nahen Osten und die von Donald Trump implementierten Massnahmen zur Stärkung des Standorts USA zeigen kaum Wirkung. Die Abwärtsrisiken sind verhältnismässig gering. Wohneigentumspreise dürften in allen Segmenten zunehmen. Die für die kommenden zwei Quartale erwarteten weiteren Zinssenkungen dürften die relative Attraktivität von Eigentum gegenüber Miete zusätzlich steigern.

Bei den Büro- und Verkaufsimmobilen muss man vorsichtiger sein. Hier kann nicht von einer Mangellage gesprochen werden. Die von FPRE im Herbst 2024 befragten Immobilienexperten gehen für die kommenden 12 Monate von mehrheitlich seitwärts tendierenden Marktmieten für Büroflächen aus, wobei rund 30% der Befragten sinkenden Mieten erwarten.

Bei den Verkaufsimmobilen ist eher eine Entspannung bei den Leerständen an A-Lagen zu rechnen, während an B- und C-Lagen vermehrt Mieterwechsel und entsprechende Fluktuationsleerstände zu erwarten sind. Einkaufszentren mit einem zu kleinen Einzugsgebiet und veraltetem Angebot weisen heute bereits erhöhte Leerstände auf und dürften im Jahr 2025 marktseitig nicht entlastet werden.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Tiefe Hypothekarzinsen lassen die Nachfrage steigen. Bei den Renditeliegenschaften kommt es allmählich zu diskontsatzbedingten Aufwertungen.
Büro-, Verkaufliegenschaften CH	→↗	→↗	Mit Mobimo (+3% im Januar) und PSP (+5%) sind wir gut ins neue Jahr gestartet. Beide Unternehmen sind überdurchschnittlich gut positioniert.
Immobilienfonds CH	→	→↗	Indirekte Schweizer Immobilienanlagen (CHREF) büsst im Januar 2025 an Wert ein (-2.7%) und liegen wieder auf dem Niveau von anfangs Dezember 2024.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Für Infrastrukturbetreiber bleiben die Aussichten sehr gut. Weil sich deren Kapitalkosten reduzieren, darf mit höheren Kursen gerechnet werden.

Aktien

Europäische Aktien starteten gut ins neue Jahr

	USA	In Lokalwährung	KGV
	Nasdaq	+1.7%	37
	S&P 500	+2.7%	25
	Europa	In Lokalwährung	KGV
	Euro Stoxx 50	+8.7%	15
	CAC40 / DAX	+8.5% / +9.8%	15
	Swiss Market Index	+8.6%	17

Die weltweiten Aktienindizes im Januar 2025 (Grafik: Zugerberg Finanz)

Ins Aktienjahr 2025 sind die europäischen Aktien besonders gut gestartet. Auch nach der Abkühlung von anfangs Februar bleiben die Aussichten angesichts der moderaten Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) gut. Die Gewinnrendite liegt deutlich über der Rendite von «risikolosen» Staatsanleihen. In den USA ist dies nicht der Fall. Da sind die Bewertungen auch im historischen Vergleich stattlich und die Erwartungen an weitere Gewinnerhöhungen hoch. Enttäuschungen werden entsprechend hart abgestraft.

Es ist wohl unbestritten, dass man zumindest einen Teil der «Magnificent 7» US-Tech-Aktien in einem Portfolio halten soll. Sie zeichnen sich gegenwärtig durch beeindruckende Margen und Wachstumsraten aus. Besonders angetan sind wir von Nvidia, Amazon, Microsoft, Alphabet und auch Apple, die sich im Januar – auch aufgrund des Schocks durch den chinesischen Start-up DeepSeek – unterschiedlich entwickelten. Ihre Dienstleistungen sind weniger von der handelspolitischen Rhetorik aus dem Weissen Haus abhängig, aber die Verunsicherung hinsichtlich zukünftiger Umsätze, Margen und Erträge ist greifbar.

Bereichert und diversifiziert wird der globale Aktienteil mit europäischen Unternehmen, die global tätig sind. Dazu zählen Unternehmen wie SAP, Allianz, Siemens und Schneider Electric. Sinkende Zinsen und steigende Reallöhne beschleunigen derzeit die Erholung in Europa von einem tiefen Niveau aus.

Das Schwergewicht liegt jedoch auf Schweizer Unternehmen. Es handelt sich um jene mit starkem Wachstum, hohen und stabilen Margen und soliden Bilanzen sowie geringer Volatilität. Vielfach sind ihre Märkte mit hohen Eintrittsbarrieren verbunden. Zudem

festigen sie durch erhebliche Investitionen in Forschung und Entwicklung ihre mittel- und längerfristige Marktstellung.

Interessant sind einige dieser Unternehmen wie Roche, Nestlé, Novartis, weil deren Bewertung seit mehreren Quartalen deutlich gefallen ist. Im vergangenen Jahr blieben sie wie viele grosse europäische Unternehmen hinter den hohen Konsenserwartungen zurück. Obwohl ihre Gewinne weiter stiegen (schneller als der Rest des Marktes), verzeichneten ihre Bewertungen einen deutlichen Rückgang. Die Rückstufung beispielsweise der Bewertung von Nestlé ging parallel mit einer Rückstufung der gesamten Branche Gebrauchsgüter / Nahrungsmittel einher.

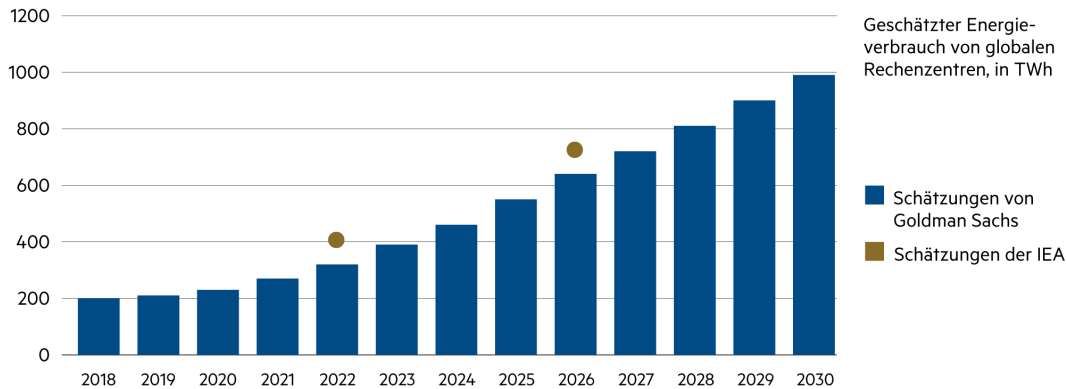
Da sie eher defensiver Natur sind, schneiden sie auch dann tendenziell besser ab, wenn sich das weltwirtschaftliche Wirtschaftswachstum verlangsamt. Doch in den vergangenen Quartalen hatten wir es mit einer überraschenden, technologieinduzierten Beschleunigung zu tun. Die Weltwirtschaft schlitterte nicht in eine Rezession, sondern befindet sich vielmehr in einer Superzyklus-bezogenen Phase von steigenden Investitionen und rascher Adaption von neuen technologischen Opportunitäten. Doch die Tech-Werte scheinen derzeit ausgereizt.

Nicht so unsere Aktien, die nach strenger Selektion ausgewählt werden und mit denen wir derzeit deutlich über dem Weltaktienindex (+3.1% per Ende Januar) liegen. Die Ergebnisse von Roche und Novartis waren auch mit einem zuversichtlichen Ausblick aufs Jahr 2025 verbunden. Positiv überraschen könnte auch Nestlé, die am 13. Februar ihre Guidance verkünden wird.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Beeindruckende Portfoliobeiträge leisteten im Januar Partners Group und Also Holding (je +13%) sowie Healthcare mit Roche (+12%), Alcon und Lonza (je +9%).
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Die grössten Portfoliobeiträge leisteten im Januar SAP (+14%), Deutsche Telekom (+12%) sowie Siemens (+10%).
Aktien USA	↗	↗	Die grössten Portfoliobeiträge aus den USA leisteten im Januar Amazon und Alphabet (je +8%). Negativ war der Einfluss von Nvidia (-11%) und Apple (-6%).
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Eine dynamische Allokation erfordert auch einen moderaten Anteil Direktanlagen in Schwellenländern, begleitet von einem aktiven Risikomanagement.

Alternative Anlagen

Veränderungen verlaufen langsam



Weltweiter Energiebedarf durch Data Center (Quelle: Internationale Energieagentur IEA, GoldmanSachs | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Dekarbonisierung der Weltwirtschaft ist ein zentrales Thema. Der weltweite Anteil an produzierter Energie geht erst zu 14% zurück auf erneuerbare Energiequellen (Sonne, Wind, Wasser). Den grössten Anteil nehmen immer noch Kohle und Öl ein, während Gas und Kernenergie allmählich an Bedeutung zulegen. Kerntechnologie ist derzeit nach der Wasserkraft global die zweitgrösste emissionsarme Stromquelle.

Der anhaltend kühle Winter in Europa sorgt für verhältnismässig hohe Gas- und Strompreise auf dem Kontinent. Das spüren auch die grossen industriellen Verbraucher, insbesondere in Deutschland, der einzigen G-20 Nation, die auf Kernkraftwerke verzichtet, jedoch zur Überbrückung von Versorgungslücken in der Winterperiode Kernenergie aus Frankreich importiert.

Der mit neuen Data Center einhergehende globale Energiekonsum nimmt rasant zu und verdoppelt sich von 2024 bis 2030. Die Standortfestlegung hat mit wettbewerbsfähigen Energiepreisen zu tun. In dieser Hinsicht begibt Deutschland mit seiner einseitigen Fokussierung auf den Klimaschutz gemäss der Internationalen Energieagentur «einen historischen Fehler» und büsst ihn mit einem deutlichen Rückgang in der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Weder konkurrenzfähige Energiepreise noch eine sichere Energieversorgung kann Deutschland derzeit anbieten. Im Süden wie auch ganz im Norden Europas sieht das anders aus, ebenso in Frankreich und in der Schweiz. Deshalb zählen diese Regionen zu den bevorzugten Standorten in Europas wachsender Landschaft von Rechenzentren und industriellen Produktionsstätten.

63 moderne Reaktoren befinden sich Ende 2024 auf der Welt im Bau. In Zukunft werden dank neuen technologischen Fortschritten auch noch kleinere modulare Reaktoren, die im Fachjargon Small Modular Reactors genannt werden, dazukommen. An diesen forscht auch das Paul Scherrer Institut der ETH Zürich. Letztlich geht es jedoch nicht um die Kerntechnologie per se, sondern um zahlreiche Innovationen und deren Anwendungsfelder in Wirtschaft und Wissenschaft.

Klassisches Denken, jedes Jahr würde 1% bis 2% mehr Energie benötigt, wird derzeit durch disruptive Technologien grundlegend hinterfragt. Hochleistungsrechner können inzwischen bisher undenkbare Berechnungen durchführen und damit helfen, chemische Reaktionen neuartig zu verstehen und daraus Produkteigenschaften und Produktionsprozesse zu verbessern. In den Materialwissenschaften stehen wir kurz vor der Entwicklung neuartiger Batterien. Quantensprünge gibt es derzeit auch in der gesamten Logistik, dem Warenkettenmanagement von den Rohstoffen bis zu den privaten Haushaltungen, die Käufe auslösen. Diese Aufzählung liesse sich beliebig fortsetzen.

In vielen Bereichen ist ein globaler Entwicklungswettbewerb zwischen den USA, China und Europa im Gange. Durch jahrzehntelange erfolgreiche Forschung ist die Schweiz und Europa insgesamt noch einigermaßen gut positioniert. Wir haben die Chance, weiterhin eine führende Rolle einzunehmen, was jedoch Risikobereitschaft, langfristiges Engagement und eine starke Partnerschaft zwischen Wirtschaft, Wissenschaft und Politik bedingt. Und ein undogmatisches Denken und Handeln hinsichtlich Energie.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	➔📉	➔	Die mittel- und langfristige (Energie-)Versorgungssicherheit und Netzstabilität sind zwei zentrale Bausteine der internationalen Wettbewerbsfähigkeit.
Gold, Edelmetalle	➔📈	➔📈	Der Goldpreis (2024: +27%, rund 2'800 USD/oz.) liegt auch in diesem Jahr bereits wieder im Plus, obschon Gold weder Zinsen noch Dividenden abwirft.
Insurance Linked Securities	📈	📈	In den Freizügigkeitslösungen setzen wir Finanzinstrumente ein, die an bestimmte Versicherungsrisiken gekoppelt sind, und das Portfolio wertvoll diversifizieren.
Private Equity	📈	📈	Die Aussichten für Privatmarktanlagen haben sich in den vergangenen Wochen und Monaten deutlich verbessert. Ardian allein hat dafür 30 Mrd. \$ eingesammelt.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)				
Aktien		31.01.2025	01/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SMI	CHF	12'597.1	+8.6%	+8.6%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'741.3	+8.2%	+8.2%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	21'732.1	+9.8%	+9.8%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'950.2	+8.5%	+8.5%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	36'471.8	+7.3%	+7.3%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	8'674.0	+5.6%	+5.6%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'286.9	+8.7%	+8.7%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	44'544.7	+4.7%	+4.7%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'040.5	+2.7%	+2.7%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	19'627.4	+1.7%	+1.7%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	39'572.5	+1.0%	+1.0%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	77'500.6	-1.9%	-1.9%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	3'836.6	+3.5%	+3.5%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'093.4	+1.7%	+1.7%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligationen (gemischt)		31.01.2025	01/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.2	+0.0%	+0.0%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.5	+0.3%	+0.3%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	363.9	+1.0%	+1.0%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	273.5	+0.6%	+0.6%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Staatsobligationen		31.01.2025	01/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	184.8	-1.1%	-1.1%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	136.6	+0.2%	+0.2%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	179.4	-0.4%	-0.4%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Unternehmensobligationen		31.01.2025	01/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	190.4	-0.3%	-0.3%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.5	+0.2%	+0.2%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	614.2	+1.0%	+1.0%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	168.3	+0.2%	+0.2%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	303.9	+0.4%	+0.4%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Alternative Anlagen		31.01.2025	01/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Gold Spot CHF/kg	CHF	81'952.7	+7.0%	+7.0%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	102.3	+3.6%	+3.6%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'676.4	-1.4%	-1.4%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Währungen		31.01.2025	01/2025	2025YTD	2024	2023	2022
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9109	+0.4%	+0.4%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9441	+0.4%	+0.4%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5870	+1.9%	+1.9%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1292	-0.6%	-0.6%	+6.0%	-4.2%	-9.3%

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 31.01.2025; Wirtschaftsdaten per 31.01.2025; Wirtschaftsprognosen vom 31.01.2025; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.