



(Foto: Andreas Busslinger)

Der Dividendenfrühling beginnt

Makroökonomisch befindet sich die Weltwirtschaft auf einem soliden Wachstumspfad. Asien wächst eher überdurchschnittlich, und Europa findet allmählich aus dem Tief heraus. Die Datenlage verbessert sich jedenfalls, und die Europäische Zentralbank kehrt zu einer neutralen Geldpolitik zurück. Unter der neuen Führung in der bislang äusserst sparsamen Bundesrepublik Deutschland werden erhebliche Schritte erwartet, um zahlreiche Infrastrukturprojekte zu stemmen und die Nation in ihrer Wettbewerbs- und Verteidigungsfähigkeit zu stärken.

In den USA kehrt dagegen nach anfänglicher «trumpscher» Euphorie mehr Nüchternheit ein. In einer Welt zunehmender geopolitischer Spannungen schafft sich die USA durch eine Vielzahl von «Executive Orders» aus dem Weissen Haus zahlreiche neue Probleme. Die Wirtschaft kühlt sich stärker als erwartet ab. Die Arbeitslosigkeit bewegt sich auf 4.5% zu. Die Beschäftigung stagniert, der Neubautrend dümpelt dahin und die Lohnspirale beginnt sich wieder zu drehen. Die (angekündigten) Zölle führten dazu, dass die

Inflationserwartungen der privaten Haushalte anstiegen. Die makroökonomische Volatilität könnte zunehmen, wenn im Laufe dieses Monats die Schuldenobergrenze erneut erreicht wird.

Die Aktienmärkte in Europa erreichten neue Allzeithochs, während die Aktien der US-Tech-Konzerne seit einem halben Jahr stagnieren. Der Aktienindex der «glorreichen 7» oszilliert und fiel auf den Wert von vor vier Monaten zurück. Die Unsicherheit unter den kleinen Unternehmen in den USA ist durch die Zoll- und Handelspolitik deutlich gestiegen. Auch die Fusions- und Übernahmeaktivitäten (M&A) verhalten sich enttäuschend – wohl auch, weil die Republikaner letzte Woche bestätigten, dass die strengen Richtlinien der Ära Biden für die Prüfung von M&A-Vorschlägen beibehalten werden.

Erfreulich entwickeln sich die Schweizer Aktien. Mitte März beginnt die Dividendensaison, die im April den Höhepunkt erreicht und Ende Mai grösstenteils bereits wieder zu Ende ist. Für uns ist klar: Es gilt, investiert zu bleiben.

Februar bestätigt den Aufwärtstrend

Der Aufwärtstrend in den Schweizer Aktien hielt im Februar an und lag in Europa deutlich höher als in den USA. Der S&P500 (+1.2% seit Jahresbeginn) und der Tech-Index Nasdaq (-2.4%) hinken den europäischen Märkten bislang klar hinterher. Der Weltaktienindex legte seit Jahresbeginn etwas zu (BBG World: +2.5%). Der Weltanleiensindex (+0.9%) erhöhte sich leicht, während die Schweizer Anleihen (-0.8%) zurückgingen. Der Index der eidgenössischen Anleihen verlor noch mehr (-1.5%). Dagegen hielten sich unsere Anleienslösungen deutlich besser und liegen allesamt im Plus.

In dieser Kapitalmarktumgebung bestätigte sich in der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. Revo1 mit einem hohen Anleiensanteil bei

+2.3%) eine unverändert deutlich positive Rendite. In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +3.4%, im Februar +0.2%) war die volatile US-Tech-Aktienperformance spürbar, noch stärker in der dynamischen Risikoklasse 5 (z. B. Revo5 +4.8%; im Februar unverändert).

Aussergewöhnlich gut verläuft derzeit die Performance der Dividendenstrategie (z. B. Revo Dividenden mit +8.5%; +2.7% im Februar). Das geht auf zahlreiche starke Dividendenaktien zurück. Seit Jahresbeginn haben folgende Portfolio-Titel am stärksten zugelegt: Deutsche Telekom (+20%), Cembra Money Bank (+18%), Siemens (+17%), Roche (+17%) und Nestlé (+16%).

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Februar 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	+0.9% ↗	+2.1% ↗
Zugerberg Finanz R2	+0.9% ↗	+2.8% ↗
Zugerberg Finanz R3	+0.4% ↗	+3.0% ↗
Zugerberg Finanz R4	+0.1% ↗	+3.4% ↗
Zugerberg Finanz R5	+0.0% →	+3.9% ↗
Zugerberg Finanz RDividenden	+3.1% ↗	+8.4% ↗
Zugerberg Finanz Revo1	+0.8% ↗	+2.3% ↗
Zugerberg Finanz Revo2	+0.8% ↗	+3.2% ↗
Zugerberg Finanz Revo3	+0.2% ↗	+3.4% ↗
Zugerberg Finanz Revo4	+0.2% ↗	+4.1% ↗
Zugerberg Finanz Revo5	+0.0% →	+4.8% ↗
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+2.7% ↗	+8.5% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.6% ↘	+0.6% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.8% ↘	+0.6% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.9% ↘	+0.5% ↗

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Februar 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.7% ↗	+1.3% ↗
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.8% ↗	+2.1% ↗
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.8% ↗	+2.5% ↗
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.8% ↗	+3.4% ↗
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.7% ↗	+3.9% ↗

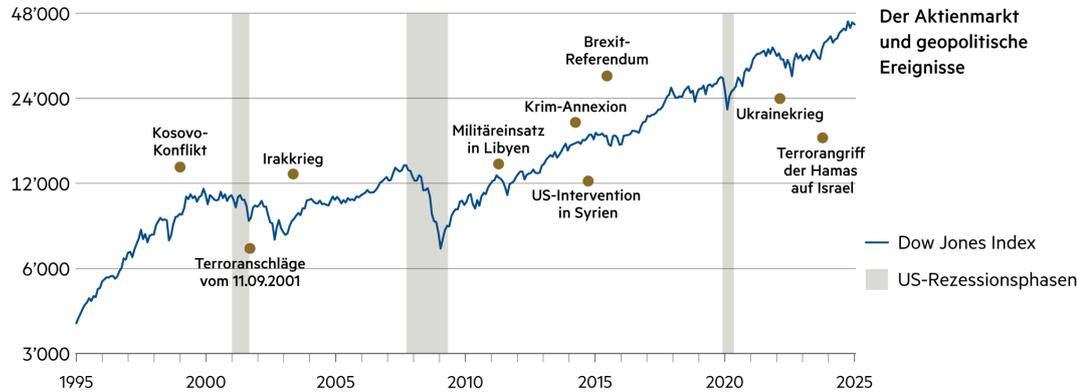
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Februar 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.8% ↗	+2.3% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.8% ↗	+3.2% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.2% ↗	+3.4% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.2% ↗	+4.1% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.0% →	+4.8% ↗
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+2.7% ↗	+8.5% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.6% ↘	+0.6% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.8% ↘	+0.6% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.9% ↘	+0.5% ↗

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

Makroökonomie

Geopolitisch resilient



Der Aktienmarkt sieht über geopolitische Ereignisse hinweg (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Aktienmarkt sieht typischerweise über geopolitische Spannungen hinweg. Das war schon immer so und lässt sich erneut gut beobachten. Die Wachstumsprognosen für Europa werden vielerorts moderat erhöht, weil man den zarten Zeichen des Aufschwungs nicht richtig traut. Jedenfalls war es bei der Kreditnachfrage im Euroraum im Januar (+2%) der stärkste Anstieg seit Juli 2023. In den USA macht sich dagegen Ernüchterung breit, weil die technologische Vormachtstellung durch ausländische Konkurrenz in Frage gestellt wird.

US-Präsident Donald Trump begann seine zweite Amtszeit mit viel Aktivitäten auf sozialen Medien und insgesamt 70 «Executive Orders». Einige davon konzentrieren sich auf die Innenpolitik, darunter Migrationskontrollen, Beschäftigung auf Bundesebene und Deregulierung, andere sind für das Ausland von grösserer Bedeutung.

Zölle wurden zunächst nur für China angehoben, aber Kanada und Mexiko müssen mit aufgeschobenen Erhöhungen rechnen, und ab dem 12. März sind Stahl- und Aluminiumzölle fällig. Trump hat auch vorgeschlagen, ab April gegenseitige Zölle zu erheben. Teils änderte er gleichentags seine Positionen und verunsicherte so selbst das eigene Lager. Jedenfalls wächst die Unsicherheit unter den Investoren, ob sich der «Trump Trade» lohnt. Die US-Aktienmärkte stagnierten seit seiner Wahl und der «Exzeptionalismus» der US-Aktienlandschaft büsste den Nimbus der Unantastbarkeit ein. Die Tesla-Aktien von Donald Trumps Mitstreiter Elon Musk verloren seit Mitte Dezember rund 40%.

Trump will auch das Geschehen in der Ukraine beenden, ohne Rücksicht auf Verluste. In der jüngsten, russlandfreundlichen UNO-

Resolution war auf Druck aus dem Weissen Haus nicht mehr von «Krieg» und «Aggressor», sondern von einem «Konflikt» und von «Verstössen» die Rede. Die Verhandlungen mit Vladimir Putin scheinen darauf abzuzielen, Sanktionen gegen Russland aufzuheben, aber auch das Abkommen zur gemeinsamen Nutzung ukrainischer Rohstoffe zwischen der Ukraine und den Vereinigten Staaten wird eine zentrale Rolle spielen.

Der Rest der Welt bereitet sich spätestens seit den letzten Wochen auf eine neue Weltordnung vor, in der autokratische Staaten und ökonomischer Nationalismus eine bedeutendere Rolle einnehmen werden. Die politischen Entwicklungen in Europa könnten dazu beitragen, die Entschlossenheit der unabhängigen Staaten zu stärken.

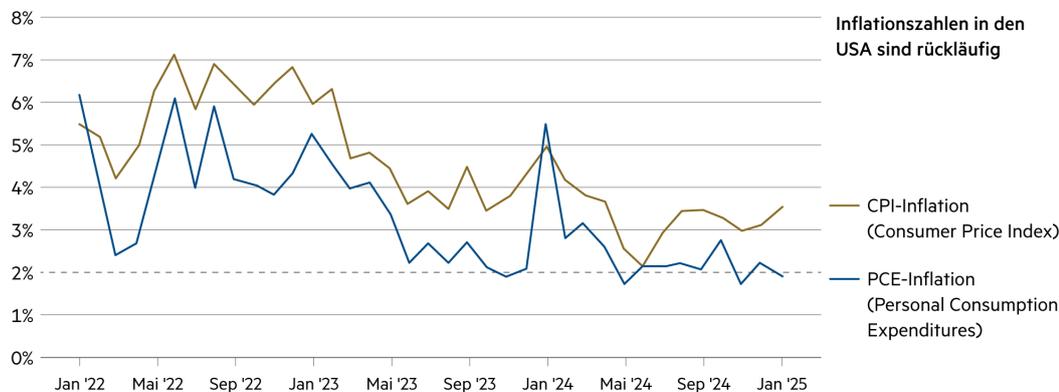
In China erinnert DeepSeek die chinesischen Behörden daran, welchen Aufschwung Dienstleistungen des Privatsektors für die Wirtschaft bedeuten könnten. Deshalb streckte der Staatsführer Xi Jinping auch wieder die Fühler zu Alibaba aus, was in einem Versprechen (analog zu den US-Tech-Giganten) mündete, 50 Milliarden Dollar in KI-bezogene Rechenzentren und Cloud Services für chinesische Unternehmen zu investieren.

Interessanterweise könnten europäische (Mistral AI) und chinesische (DeepSeek, Qwen2.5 von Alibaba) KI-Modelle, über die weniger berichtet wird, die bisherige Dominanz der US-Modelle aus dem Gleichgewicht bringen, weil die Kosten deutlich tiefer liegen. Genau dieser Kostenrückgang bei der Entwicklung neuer, weniger energieintensiver KI-Modelle dürfte zugleich eine stärkere Verbreitung und somit rascher höhere Produktivitätsgewinne bewirken.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die Schweiz befindet sich inmitten von Ländern, die sich in einem anspruchsvollen Konjunkturmilieu bewegen, doch es gab zuletzt positive Signale.
Eurozone, Europa	↗	↗	Bürokratieabbau und steuerliche Entlastungen werden von Verbänden nicht nur in Deutschland immer lauter eingefordert. Europa muss sich umorientieren.
USA	↗	↗	Die Zinslastquote liegt mittlerweile über 10%, d. h. mehr als jeder zehnte Steuerdollar muss für die Zinsen auf den Staatsschulden ausgegeben werden.
Rest der Welt	↗	↗	Sinkende Energiepreise fördern insgesamt das Wachstum der Schwellenländer, vermindern allerdings auch immanente Anreize zur Energieeffizienz.

Liquidität, Währung

Rückläufige Inflationswerte auch in den USA



Die Inflationszahlen in den USA sind rückläufig (Quelle: GoldmanSachs Economic Indicators Update 19.02.25 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Inflationsraten sind seit Mitte 2022 deutlich zurückgegangen. Das ist eine weltweite Beobachtung, doch vielerorts behalten die Zentralbanken ihre restriktive Geldpolitik bei, weil sie weitere Fortschritte sehen möchten. Donald Trumps grösstes Wahlversprechen waren rückläufige Inflationsraten. Davon sind die USA jedoch noch ein Stückchen entfernt. Die Unsicherheit über die Inflationsentwicklung und die Wirtschaftsaktivitäten in den USA wächst, während sich das BIP-Wachstum rückläufig entwickelt.

Sinkende Energiepreise sollen dereinst die Inflation auf einen sinkenden Pfad zurückführen. Auch deshalb sucht der US-Präsident Donald Trump ein Friedensabkommen mit Russland bei gleichzeitiger Beendigung der Öl- und Gasembargos. Denn seine Zollpolitik treibt die Inflation an. Dem soll mit Druck auf die Energiepreise in die umgekehrte Richtung entgegengewirkt werden.

Die US Zentralbank Federal Reserve (Fed) verfolgt derweil weiterhin einen restriktiven Kurs, obschon die PCE-Inflation, der von ihr präferierte Inflationsmassstab des effektiven Haushaltskonsums, seit einigen Monaten annualisiert praktisch in der Zielregion von «durchschnittlich 2%» liegt. Doch die Fed sieht nicht zuletzt aufgrund der inflationstreibenden Wirtschafts- und Handelspolitik von Trump, dass die Unsicherheit über den Inflationspfad zunimmt. In ihren Protokollen hält die Fed fest, dass sie weitere Verbesserungen auf der Inflationsseite sehen möchte und es nicht eilig hat, die Zinsen erneut zu senken.

Interessant ist zudem, dass Donald Trump die Schuldenobergrenze, die vor mehr als hundert Jahren (1917) als Mittel gegen ausgabe-freudige Politiker etabliert wurde, ganz ausradieren will. Das muss

natürlich «jetzt und sofort» geschehen, solange er nicht deren Erhöhung neu verhandeln muss. Denn das Defizit belief sich zuletzt auf 1.8 Billionen Dollar oder 6.4% des Bruttoinlandprodukts. Budgetdisziplin dürfte auch unter Donald Trump kaum zum Regierungsprogramm werden.

Das Verhandeln um die Obergrenze war letztlich stets ein wichtiges politisches Druckinstrument für die Opposition, gewisse Verhandlungspositionen durchzusetzen, da die Folgen einer Nichtanhebung der Obergrenze verheerend wären. Was Trump jedoch fürchtet, ist irgendeinen Kompromiss mit den Demokraten schliessen zu müssen. Zudem könnte die Obergrenze die Verhandlungen um die Zustimmung des Kongresses zu seinem dauerhaften Steuersenkungspaket gefährden.

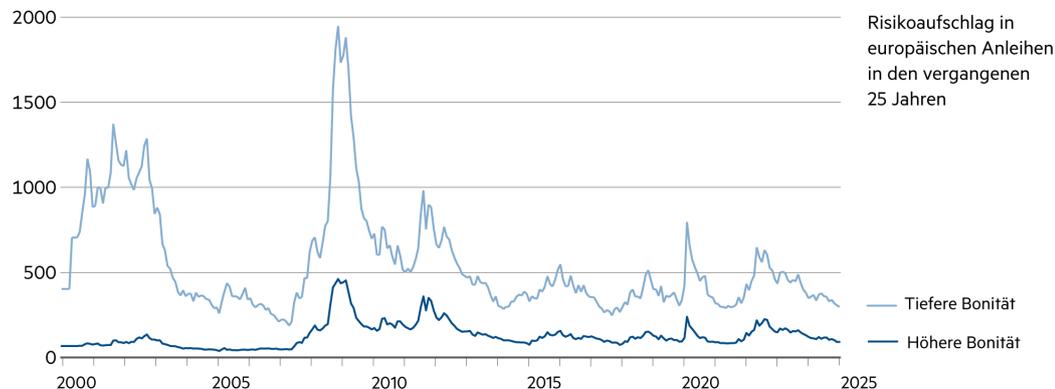
In diesem Zusammenhang muss auch der Gedanke entstanden sein, den US-Dollar nach aussen zu verteidigen. Die USA haben Ländern mit schärfsten Massnahmen gedroht, sollten sie auch nur in Erwägung ziehen, den Dollar als führende Handels- und Reservewährung ersetzen zu wollen. Amerikanische Staatsanleihen, die sogenannten «Treasury Bonds», gelten als am höchsten geschätzte und sicherste Kapitalanlage der Welt.

Nach Berechnungen aus Washington beträgt die Netto-Auslandsverschuldung inzwischen mehr als 24 Billionen Dollar. Auch wenn das Rating der USA «nur» einem AA+ entspricht, bleiben die Staatsanleihen beliebter als jene der Europäischen Union mit ihrem AAA Rating. Angesichts des demografisch bedingten niedrigen Potenzialwachstums in Europa bleiben die Anleihen aus den USA mit ihrem höheren Wachstumspotenzial die Referenz.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Mit grosser Wahrscheinlichkeit wird die Schweizerische Nationalbank den Leitzins im Rahmen ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung vom 20. März senken.
Euro / Schweizer Franken	→↗	→	Die EZB dürfte nach der Zinssenkung am 6. März vielleicht schon am 17. April zum nächsten Zinsschritt übergehen, um sich dem neutralen Niveau zu nähern.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Die Fed Fund Rates gehen derzeit von zwei Zinssenkungen bis Ende 2025 aus. Die implizite Kapitalmarktannahme liegt bei drei Zinssenkungen.
Euro / US-Dollar	→↗	→↗	Das Überraschende: Die Verhandlungstaktik und handelskriegerische US-Rhetorik haben dem Dollar bislang eher geschadet als genützt.

Anleihen

Risikoaufschläge bleiben interessant



Risikoaufschlag von Anleihen gegenüber Staatsanleihen in Europa, 01.01.2000 bis 28.02.2025 (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Anders als bei Staatsanleihen müssen Unternehmen einen Risikoaufschlag bezahlen, wenn sie eine Anleihe emittieren. Das macht Unternehmensanleihen interessant. Die Aufschläge sind im Hochzins-Segment am höchsten. Da sind zugleich die Zinsänderungsrisiken tief, weil viele Anleihen eher Kurzläufer sind. Wichtig ist, dass man auf eine disziplinierte Diversifikation achtet und ein solides Risikomanagement als zentraler Baustein die taktischen Aktivitäten begleitet.

Die Kreditmärkte glaubten zu Beginn der Corona-Pandemie, dass manche Anleihen nicht mehr verzinst und zurückbezahlt würden. Die Risikoaufschläge schossen im Frühjahr 2020 in die Höhe, wie das zuletzt in der grossen Wirtschafts- und Finanzkrise von 2008/09 beobachtet werden konnte. Doch nicht nur die Wirtschaft erwies sich als resilient, auch die einzelnen Unternehmen.

Konkurse unter den Schuldnern gab es nur wenige. Vereinzelt fand eine Umstrukturierung der Schulden statt, manchmal auch eine Verschiebung des Rückzahlungsdatums. Interessanterweise stiegen die Risikoaufschläge vor drei Jahren erneut an. Keine Zinswende verlief je so dramatisch und schnell wie diejenige von 2022, als Zentralbanken weltweit und praktisch synchron auf die galoppierende Inflation in der Post-Corona-Phase reagierten.

Doch die Widerstandskraft der Unternehmen wurde unterschätzt. Die allermeisten verfügten – im Gegensatz zu 2008/09 – über genügend liquide Mittel, um die Anleihen rechtzeitig zu bedienen

und fristgerecht zurückzubehalten. Die kumulative Fünfjahresausfallrate europäischer Emittenten blieb verhältnismässig gering. In jüngster Zeit verbesserte sich das Durchschnittsrating im Hochzinssegment derart, dass man feststellen kann, dass die zugrundeliegende Schuldnerqualität noch nie besser war.

Die Risikoaufschläge bleiben interessant, doch benötigt deren Bewirtschaftung viel Aufmerksamkeit und Disziplin. Fonds werden eingesetzt, weil wir damit Diversifikationsvorteile erzielen. Viele Anleihen können erst ab einem Nominalvolumen von mindestens 100'000 und 200'000 Franken oder Euro erworben werden. Wichtig ist jedoch ebenfalls, dass der entsprechende Fonds auch der individuellen Risikoneigung entspricht.

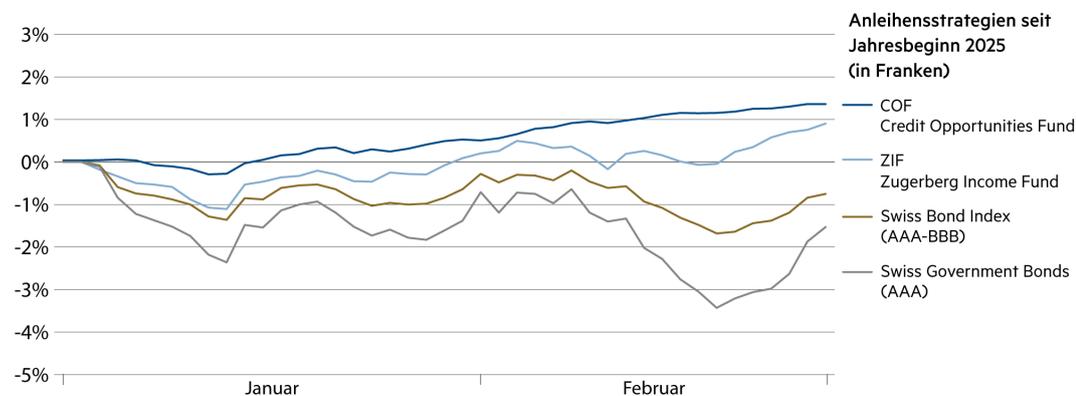
Beispielsweise sind Nachrang- und Hochzinsanleihen hauptsächlich im Credit Opportunities Fund vorzufinden. Vorrangige Anleihen, deren Emittenten mit einer höheren Bonität gewürdigt werden, befinden sich dagegen vorwiegend im Zugerberg Income Fund. Das ist der effiziente Schock-Absorber in Phasen von potenziellen Aktienmarkt-Rückschlägen. Unserer Ansicht nach ist es sinnvoll, Anleihen in einem Portfolio zu halten und sich damit gegen Turbulenzen etwas abzusichern.

Charakteristisch sind auch die Laufzeiten, auf die wir achten und die einerseits eher kurz (COF) oder eher lang (ZIF) sind. Werden Fremdwährungsanleihen eingesetzt, ist das Portfolio weitestgehend gegen Wechselkursschwankungen abgesichert.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	↘	↘	Die Fed bleibt angesichts der Inflationsrisiken deutlich vorsichtiger als die EZB mit Zinssenkungen, weil sie sich um die inflationären Effekte der Trump-Politik sorgt.
Unternehmensanleihen	↘	→↗	Um das jeweilige Renditeziel anzustreben, benötigt es eine Balance zwischen Diversifikation und Überzeugung, Laufzeiten, Bonität, Währung, Branche usw.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↘	→↗	Nachrangige und hochverzinsliche Unternehmensanleihen finden bei einer disziplinierten Selektion weiterhin Gefallen in unseren Portfolios.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Solider Jahresstart



Anleihensstrategien seit Jahresbeginn 2025 in Franken (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Baustein Anleihen ist in einem konservativen und balancierten Portfolio wichtig. Dabei achten wir darauf, dass unsere aktiven Anleihenslösungen sich besser als der Markt entwickeln. Das gelingt nicht immer, aber der Start ins 2025 ist vielversprechend. Der Swiss Bond Index (-0.8%) erlitt einen unübersehbaren Wertverlust. Unsere Bandbreite bewegt sich dagegen vom konservativ ausgerichteten Zugerberg Income Fund (ZIF: +0.9%) bis zum prämienausgerichteten Credit Opportunities Fund (COF: +1.4%).

Die Schweizer Staatsanleihen will derzeit niemand. Die Zinsrisiken sind erheblich, und die Aussichten auf einen positiven Cash Flow durch Nettozinserträge (nach Einkommenssteuern) gering. Trotz allerbesten Bonität (AAA) driftete der Index der Eidgenossen-Anleihen seit Jahresbeginn deutlich in den Negativbereich (-1.5%). Damit wurde beinahe die Hälfte der Jahresperformance von 2024 (+4.1%) in den ersten zwei Monaten des Jahres 2025 wieder ausradirt. In den letzten fünf Jahren lag die kumulierte Gesamtperformance im zweistelligen Minusbereich (-11.0%), weshalb sich manche Investoren von Schweizer Staatsanleihen abwenden.

Denn bei Unternehmensanleihen sieht es besser aus, selbst wenn es während des gesamten Konjunkturzyklus vorkommen kann, dass ein Unternehmen sein «High Grade» Rating verliert und heruntergestuft wird (z. B. der Generika-Hersteller Teva). Im Allgemeinen weisen Unternehmensanleihen längerfristig eine Mehrrendite zu risikofreien Anlagen (Staatsanleihen) auf. Diese Mehrrendite ist die Vergütung für das höhere Ausfallrisiko und die typischerweise geringere Liquidität und entspricht finanztheoretisch einer Kombination von Kreditrisiko- und Illiquiditätsprämie.

In Europa kommt es in naher Zukunft angesichts der verhaltenen Wachstumsaussichten eher zu Zinssenkungen als zu -erhöhungen. Davon werden Unternehmen profitieren. Diese Asymmetrie unterscheidet sich generell von den USA, wo die Geldpolitik zunächst restriktiv bleiben wird, während in Europa der Übergang zu einer neutralen oder gar lockeren Geldpolitik bereits im Frühjahr 2025 ansteht.

In der risikoarmen Strategie (z. B. Revo1) haben wir neu einen ETF aus Unternehmensanleihen vom Franken-Kapitalmarkt aufgenommen, der aus Anleihen von Roche, Novartis, Nestlé usw. besteht. Die Duration ist moderat (4.5). Der durchschnittliche Coupon liegt bei 1.4% und die Verfallsrendite beträgt 1.1%. Wir erhoffen uns von diesem Baustein einen positiven Beitrag zur konjunkturellen Robustheit des Portfolios.

Insgesamt sind wir jedoch von aktiven Anleihenslösungen überzeugt. Im Moment bleibt das Rating im Bereich BBB und BB von ausgeprägtem Interesse, sofern man über ein entsprechendes Risikobudget verfügt. Das Segment nennt sich «Crossover», weil es über die typische Grenze zwischen «hoher» Bonität («high grade») und «niedriger» Bonität («high yield») verläuft. Es handelt sich mittlerweile um eine marktreife Assetklasse, die einerseits eine attraktive Rendite bietet und andererseits ausreichend Liquidität aufweist.

Im Gegensatz zu den USA sind europäische Anleihensbedingungen relativ investorenfreundlich. Dennoch ist ein disziplinierter Selektionsprozess entscheidend, damit die speziellen Risiken zusätzlich reduziert und negative Überraschungen verringert werden können.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2025 (seit Jahresbeginn)	+0.9%	+1.4%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-6.9% (-1.1%)	+36.1% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	55%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	91 BP (+6 BP)	428 BP (+11 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Attraktive Ausschüttungsrendite



Mobimo: Das Aeschbachquartier Aarau wird mit attraktivem Wohnraum (126 Mietwohnungen) erweitert (Bildquelle: aeschbachquartier.ch)

Zinsen auf Bankguthaben sind verschwunden, und qualitativ gute Obligationen werfen auch nicht mehr wirklich viel ab. Daran dürfte sich allzu rasch nicht viel ändern, weshalb viele Anleger mittlerweile auf Aktien auch von Immobiliengesellschaften ausweichen. Dabei schätzen sie die maximale Wertstabilität der zugrundeliegenden Anlage, die sich mit einer gesicherten jährlichen Auszahlung verbinden lässt.

In den letzten Wochen sind die Ergebnisse von diversen Schweizer Immobiliengesellschaften veröffentlicht und von der Unternehmensleitung kommentiert worden. Eine gemeinsame Komponente war der Hinweis der erhöhten Nachfrage von Privatanlegern. Diese sehen sich damit konfrontiert, dass die Phase mit hohen Coupons bei den Obligationen bereits wieder Geschichte ist. Sie wenden sich von Anleihen ab und investieren vermehrt in kotierte Immobiliengesellschaften. Diese verfügen nicht nur über eine hohe Wertstabilität («Betongold»), sondern auch über verlässliche Quellen (Mietträge) für Dividendenausschüttungen.

Die gesamte Bandbreite der Schweizer Immobilienaktien ist gross, doch der entsprechende Index (SXI Real Estate All Shares Index) ist von wenigen Gesellschaften geprägt. Von der Marktkapitalisierung her liegt an erster Stelle Swiss Prime Site mit einem Marktwert von 8.4 Mrd. Franken. PSP Swiss Property mit 6.1 Mrd. Franken liegt an zweiter Stelle. Dahinter folgen Allreal (2.9 Mrd.), Mobimo (2.2 Mrd.), Investis (1.4 Mrd.), Intershop (1.3 Mrd.) und Zug Estates (1.1 Mrd.). Sie alle haben unterschiedliche Eigenschaften sowie differenzieren-

de geschäftliche und geografische Schwerpunkte.

Grosszügig betrachtet könnte man auch den Flughafen Zürich (6.8 Mrd.) dazu zählen, sind doch die rund 150 Gebäude (u. a. «The Circle») sowie die Parkhäuser die Haupteinnahmequelle.

Als Investor verdient man zunächst an der Dividende. Aus steuerlichen Überlegungen ist interessant, dass die Ausschüttung einkommenssteuerbefreit ist. Einerseits, weil es sich formal um Kapitalrückzahlungen handelt, andererseits weil die Gesellschaften die Steuern bezahlen. Bei Mobimo beispielsweise wird die Ausschüttung bei 10.25 Franken liegen (+2.5% gegenüber der Ausschüttung im April 2024). Der Gewinn pro Aktie aus dem operativen «Tagesgeschäft» (hauptsächlich Mietertrag) war bei 12.59 Franken; zählt man die Neubewertung hinzu, liegt er jedoch bei 17.26 Franken.

Somit kommt der Mobimo-Aktionär zu einer attraktiven Ausschüttungsrendite von 3.3% und partizipiert zugleich an tendenziell steigenden Gewinnen aus erheblichen Entwicklungen und erfolgreichen Verkäufen. Sehr erfreuliche Fortschritte konnten aufgrund der ungebrochenen Nachfrage nach Stockwerkeigentum allein in Oberägeri/ZG mit 67 Beurkundungen im Jahr 2024 erzielt werden.

Gemessen am Nettoanlagevermögen werden die Aktien von Immobiliengesellschaften wie Mobimo und PSP mit einem Agio von rund 20% gehandelt. Das widerspiegelt gewiss nicht das gesamte Potenzial, das in diesen beiden Gesellschaften schlummert. Deshalb setzen wir sie in diversen Strategien von uns ein (u. a. in der Dividenstrategie).

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Die Raumplanungsmisere und das staatliche Verhalten sorgen für eine zu geringe Bautätigkeit trotz starker Nachfrage – insbesondere im Mittelland.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↔↗	↔↗	Der Leerstand geht bei qualitativ hochstehenden Anlagegefässen derzeit zurück. Der Transaktionsmarkt hat sich allerdings noch nicht richtig verändert.
Immobilienfonds CH	↘	↔↘	Indirekte Schweizer Immobilienanlagen (CHREF) haben angesichts der gesunkenen Zinsen auf dem Franken-Kapitalmarkt wieder an relativer Attraktivität zugelegt.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Bei den Infrastrukturbetreibern schlägt sich das weltweit erhöhte Interesse nach Rechenzentren-Betrieben und deren Energieversorgung nieder.

Aktien

Guter Jahresstart 2025 in Europa



Schweizer Aktien und weitere Aktienindizes seit Jahresbeginn 2025, Kursverlauf in Lokalwährung (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Unsere Portfolios sind gut ins neue Jahr gestartet. Es ist Frühjahr, und die Dividendensaison beginnt in der Schweiz mit zahlreichen, vielversprechenden Unternehmen, die einen Teil ausschütten und den anderen Teil reinvestieren. Besonders gut ins neue Jahr sind generell europäische Aktien gestartet, doch die längerfristige Wachstums- und Gewinnqualitat unserer US Tech-Selektion darf keinesfalls unterschätzt werden.

Europäische Aktien standen in diesem Jahr bisher im Rampenlicht und haben eine starke Outperformance von mehr als 10% gegenüber dem US-Leitindex S&P 500 erzielt. Anzeichen für eine Bodenbildung in Europa, unterstützt durch eine weitere Normalisierung der Leitzinsen durch die EZB und stark reduzierte Bewertungen im Vergleich zu den USA sorgten für Rückenwind. Auch das Interesse der globalen Anleger erholte sich deutlich, wobei die Zuflüsse in europäische Aktien im Vergleich zu den Vorquartalen erheblich höher ausfielen.

Deutlich tiefere Leitzinsen als in den USA und eine nachlassende Inflation (knapp über 2% im Laufe des Frühjahrs) sind weiterhin unterstützende Faktoren für die Binnennachfrage und eine Erholung der Wirtschaftstätigkeit. Die aktuellen Bewertungen für europäische Aktien preisen ein sehr schwaches Wirtschaftsszenario ein. Zwar bleibt die Unsicherheit bestehen, doch es gibt reichlich Spielraum für Bewertungsaufholungen, auch u. a. durch ein allfälliges Friedensszenario in der Ukraine. Es gibt zahlreiche Unternehmen wie Siemens, Schneider Electric, Holcim und Sika, die vom potenziellen Wiederaufbau überdurchschnittlich profitieren können.

Vorerst signalisieren zahlreiche Unternehmen vorsichtig hoffnungs-

volle Botschaften. Hier eine kurze Auswahl:

- **Apple** (-4% in USD seit Jahresbeginn) will 20'000 Stellen in den USA schaffen. CEO Tim Cook kündigte das grösste US-Investitionspaket des Konzerns aller Zeiten an. Hintergrund dürfte die Angst vor Zöllen sein. Die Taktik hat Apple bereits einmal mit Erfolg angewendet.
- **Microsoft** (-6%) bleibt unser Favorit hinsichtlich des anwendungsorientierten Entwicklungspotenzials von Software, AI-Assistenz kombiniert mit Rechenzentren und Cloud-Plattformen.
- **Nvidia** (-9%) vermochte die Langfristinvestoren mit dem optimistischen Ausblick und dem inhärenten Aufwärtspotenzial als Tech-Leader in der KI-Bewegung nicht ganz zu überzeugen.
- **Mastercard** (+9%): Mit 25.8% ist MC klare Nummer 2 im US Kreditkartengeschaft hinter dem Marktführer Visa mit 61.1%. Vor allem im globalen Geschäft holt MC jedoch auf.
- **Nestlé** (+16%) stieg auf ein Funfmonats-Hoch, obschon beim Turnaround Geduld gefordert ist. Wert wird unter dem neuen CEO Laurent Freixe vor allem auf eine starke Cash-Generierung gelegt, was 2026 bereits ein weiteres Aktienruckkaufsprogramm und eine Dividendenerhöhung ermöglichen würde.
- **Roche** (+17%) hält bewusst an der attraktiven Diagnostik fest, weil daraus rein technologisch viele Synergien entstehen. Zudem wird mit KI und dem Chief Digital Technology das Geschäft in Forschung und Entwicklung mit besseren Datengrundlagen vorangetrieben.
- **Novartis** (+10%) befindet sich gerade in einer beneidenswerten Form mit ihrem umsatztrachtigen Herzmedikament Entresto und dem Krebsmittel Pluvicto. Die Kernbetriebsgewinnmarge soll unter CEO Vas Narasimhan bis 2027 auf 40% steigen.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Die am schlechtesten rentierende SMI-Aktie seit Jahresbeginn ist Kühne+Nagel (unv.); alle anderen SMI-Aktien in unserem Portfolio liegen Ende Februar im Plus.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Die grössten Portfoliobeitrage in Schweizer Franken seit Jahresbeginn erzielten Siemens (+20%), Deutsche Telekom (+19%) sowie SAP (+13%).
Aktien USA	→	↗	Die Portfoliobeitrage waren im Februar unterschiedlich: Mastercard und Nvidia (je +4%), Apple (+3%) vs. Microsoft (-4%), Amazon (-11%) und Alphabet (-17%).
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Der langjährige Aktienmarktaufschwung in Indien (-10%) wurde durch eine Verlagerung der Schwellenländer-Aktienallokation nach China unterbrochen.

Alternative Anlagen

Der Staat ist alternativlos



Nationalratssaal im Berner Bundeshaus (Bildquelle: Mor65_Mauro Piccardi – stock.adobe.com)

Diesmal gehen wir hier zunächst nicht auf alternative Anlagen ein, sondern auf das Thema Staat. Der «tiefe Staat» wirkt auch in der Schweiz. Im Parlament und Bundesrat sind gewiss alle unterwegs mit dem hehren Ziel, die Schweiz besser, sicherer und gerechter zu machen. Doch neue Gesetze, Verordnungen und sonstige Vorschriften wie Rundschreiben, Kreisschreiben usw. kommen nicht ohne Beteiligung der Verwaltung zustande. Das kann wichtige Details umfassen und plötzlich kippt die beabsichtigte Vorlage ins Umgekehrte.

Beispiele für ein solches Gebaren gibt es zuhauf, denn letztlich stützt sich der Bundesrat häufig auf zahllose verwaltungsinterne Experten. Jüngst bei der Erweiterung der 3a-Nachzahlungsmöglichkeiten liegt ein solches Beispiel vor: Die vom Parlament verabschiedete Motion Ettlins sah keine Beschränkung der nachträglichen Einzahlungen vor. Das sah der Bundesrat anders, oder besser die Verwaltung, welche die Neuformulierung der geänderten Verordnungsartikel vorzunehmen hatte.

Auf Verordnungsstufe kann das Parlament nicht eingreifen, nur auf Gesetzesstufe. Die Neue Zürcher Zeitung warf dem Bundesrat «Befehlsverweigerung» vor. Aber weil es sich um eine Verordnung handelt, ist dagegen wenig auszurichten, hält auch das Vorsorgeforum in seinem jüngsten Newsletter zur 2. Säule fest.

Eine gewisse Unsicherheit besteht auch jeweils hinsichtlich der Freizügigkeit (FZ). Im Jahr 2022 sind zahlreiche Pensionskassen massiv in die Unterdeckung gefallen. Aber wer ist schon daran interessiert, sein FZ-Guthaben an eine Kasse zu überweisen, die sich in Unterdeckung befindet und so riskiert, bei einem Austritt Guthaben zu verlieren, nachdem eventuell noch Sanierungsbeiträge bezahlt

werden mussten?

Selbst das Vorsorgeforum findet: «Da parkiert man sein Geld doch lieber extern und wartet auf bessere Zeiten. [...] Obwohl das BVG die Überweisung vorschreibt, unterbleibt sie in einer unbekanntenen Anzahl von Fällen. Erzwingen kann sie die empfangende Kasse nicht und irgendwann wird sie ihre Bemühungen aufgeben, wenn der Versicherte auf ihre Aufforderungen nicht reagiert.»

Letztlich liegt die Verantwortung bei den Versicherten, und dort sollte man sie auch belassen. Es gibt bei den Schweizer Pensionskassen mehr als eine Million Mutationen jährlich. Deshalb muss man vorsichtig sein, hier neue kostspielige administrative Hürden einzubauen. Auch aus einem weiteren Grund, und nun sind wir doch wieder bei den alternativen Anlagen angelangt: Viele Pensionskassen investieren nicht in alternative Anlagen und sind deshalb in die Unterdeckung gefallen. Ihnen fehlen die entsprechenden Renditebeiträge.

In der kürzlich publizierten, lesenswerten Studie «Private Markets in Switzerland: Scaling Innovation & Growth» der Asset Management Association Switzerland, der Branchenvereinigung SECA und BCG wird das Potenzial der boomenden Privatmärkte als langfristig gut rentierende Anlageklasse illustriert. Die öffentlich-rechtliche Pensionskasse Publica investiert nicht in diese Anlageklasse und weist magere Performancewerte aus. Anders verhält sich beispielsweise die SUVA als grösster Privatmarktinvestor in der Schweiz, wie dort dargelegt wird. Ihre Pensionskasse verfügt über eine hochrentable Allokation in Private Equity, Private Debt und Private Infrastructure von insgesamt 15.5%.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↘	→↗	Die Rohölpreise (70 USD WTI Crude; 73 USD Brent Crude) liegen tiefer als die Durchschnittspreise der vergangenen drei Jahren und wirken stabilisierend.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Angebotsdefizite und eine steigende industrielle Nachfrage könnten dem Silberpreis verhelfen, mit der Entwicklung von Gold gleichzuziehen.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	Der Renditeaufschlag bei den Cat Bonds fiel in den letzten zwei Jahren auf 6%, aber beträgt damit das 17-fache der Geldmarktrendite in Schweizer Franken.
Private Equity	↗	↗	Da die Volatilität wahrscheinlich anhalten wird, müssen Anleger Wege finden, um ihre Portfolios gegen Turbulenzen und potenzielle Marktabschwünge abzusichern.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)			Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)		
		28.02.2025	02/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Aktien							
SMI	CHF	13'004.5	+3.2%	+12.1%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	17'150.0	+2.4%	+10.8%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	22'551.4	+2.8%	+12.9%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	8'111.6	+1.1%	+9.7%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	38'655.1	+5.0%	+12.7%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	8'809.7	+2.0%	+7.7%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'463.5	+2.4%	+11.4%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	43'840.9	-2.2%	+2.4%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	5'954.5	-2.1%	+0.6%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	18'847.3	-4.6%	-3.0%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	37'155.5	-4.0%	-3.0%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	73'198.1	-7.1%	-8.9%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	3'805.3	-1.5%	+2.0%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'097.3	-0.3%	+1.4%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	154.2	+0.7%	+0.6%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	185.8	+1.3%	+1.5%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	365.6	+0.5%	+1.5%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	276.9	+1.2%	+1.9%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	183.7	-0.6%	-1.7%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.1	+1.8%	+2.0%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	180.3	+0.5%	+0.1%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	190.4	+0.0%	-0.3%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.6	+1.7%	+1.9%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	616.4	+0.4%	+1.4%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.0	+0.4%	+0.7%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	306.5	+0.8%	+1.3%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	82'976.3	+1.2%	+8.4%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	102.8	-0.2%	+3.4%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'788.2	+4.2%	+2.7%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9031	-0.9%	-0.5%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9371	-0.7%	-0.3%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5995	+2.1%	+4.0%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1360	+0.6%	+0.0%	+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, Lussliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 28.02.2025; Wirtschaftsdaten per 28.02.2025; Wirtschaftsprognosen vom 28.02.2025; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.