

Saisonal interessanter Quartalsbeginn

Die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind besser als vor kurzem angenommen. Die Rohöllieferungen aus dem Nahen Osten erreichen beinahe wieder das Vorkriegsniveau und bringen damit wieder das so dringend benötigte Angebot auf den Weltmarkt, damit einzelne Länder ihre strategischen Bestände wieder auffüllen können. Fast wichtiger ist, dass das richtige Rohöl in die verfügbaren Raffinerie-Kapazitäten gelangt, um die hohen Margen allmählich wieder herunterzudrücken. Durch Sabotageakte und Drohnenangriffe kam es im vergangenen Quartal immer wieder zu Versorgungsengpässen, welche zugleich die Spekulation befeuerten. Deshalb stiegen die Rohölpreise im 3. Quartal so stark an. Anfang Juli wurde ein Fass Rohöl noch zu rund 70 Dollar gehandelt, Ende des Quartals zu rund 100, im September sogar vorübergehend zu 110 Dollar.

Man soll die weltwirtschaftliche Bedeutung der Energieversorgung keinesfalls unterschätzen. Der Konflikt im Nahen Osten hat die Inflationsraten und Inflationserwartungen weltweit in die Höhe getrieben und den Beginn eines Leitzinserhöhungszyklus bei den wichtigsten Zentralbanken der Welt eingeleitet. Die Inflationsraten von über 3.5% in Europa und rund 4% in den USA lagen im September noch deutlich über dem Inflationsziel von 2% der entsprechenden Zentralbanken. Der überschiessende Teil ist jedoch ausschliesslich energiepreisbedingt. Nun mehren sich die Zeichen einer deutlichen Abkühlung in den kommenden Quartalen. Die Öl-Futures handeln bereits leicht über (März-Kontrakte) und leicht unter 90 Dollar (April-Kontrakte). Die Dezember 2027-Kontrakte liegen bei rund 80 Dollar. Gewiss ist es noch zu früh, um die Ölkrise für beendet zu erklären, doch gilt es, sich frühzeitig richtig zu positionieren.

Das bedeutet, dass wir für Aktien weiterhin zuversichtlich bleiben. Die Inflationserwartungen sind aus unserer Sicht zu hoch, und wohl auch die Erwartungen an die entsprechenden Leitzinserhöhungen. Die Gewinndynamik bleibt weiterhin robust. Auf den Arbeitsmärkten ist nicht erkennbar, dass allfällige Lohn-Preis-Spiralen den Aufschwung gefährden könnten. Vielmehr erhöht sich vielerorts der Lohn- und Produktivitätsdruck auf Arbeitnehmer, die Stellensuche erschwert sich insbesondere in Dienstleistungssparten, in denen mit KI erhebliche Produktivitätsgewinne erzeugt werden können.

Im September fiel fast alles

Die Kapitalmärkte reagierten im September ungnädig auf die erhöhten Inflationsraten. Aktien- wie auch Anleihensmärkte beendeten den Monat in der roten Zone. Einzig der von einzelnen Halbleiterunternehmen geprägte US Nasdaq 100 (+2.9% im September) legte zu, während sich defensivere Indizes wie der Swiss Market Index (SMI) und der Dow Jones (je -3.5%) rückwärts bewegten. Mit der Sorge um Frankreichs Verschuldung wuchs auch die Angst vor erhöhten Unternehmenssteuern. Deshalb verlor der Leitindex CAC 40 etwas mehr (-4.1%).

Seit Monaten stehen Anleihen global unter Druck. Der Weltanleihensindex (-4.4% seit Jahresbeginn) war deutlich schlechter als der Index der eidgenössischen Anleihen (-2.0%). Der Zugerberg Income Fund (-2.9%) positioniert sich dazwischen. Dagegen konnte der Credit Opportunities Fund (-0.5%) in einem inflationsgetriebenen negativen Zinsumfeld seit Jahresbeginn Stabilität signalisieren.

In den tiefsten Risikoklassen (R1 und R2) litten die Portfolios unter den steigenden Renditen auf den Anleihensmärkten. Am wenigsten spürte dies die höchste Risikoklasse (R5). Entscheidend wird sein, ob die Straffung der Geldpolitik in den USA wie auch in Europa zu den durchschnittlichen Rückgängen auf den Aktienmärkten führen, wie das seit 1994 in allen Phasen der Fall war.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien.
ergänzt durch ETFs und Investmentfonds

Wertentwicklung der Strategien*

	September 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz R1	-2.0%	-3.0%
Zugerberg Finanz R2	-2.1%	-1.8%
Zugerberg Finanz R3	-1.7%	-0.1%
Zugerberg Finanz R4	-1.2%	+2.1%
Zugerberg Finanz R5	-1.1%	+4.1%
Zugerberg Finanz RDividenden	-3.8%	+1.2%
Zugerberg Finanz Revo1	-2.4%	-3.3%
Zugerberg Finanz Revo2	-2.4%	-2.4%
Zugerberg Finanz Revo3	-2.1%	-0.6%
Zugerberg Finanz Revo4	-1.6%	+1.5%
Zugerberg Finanz Revo5	-1.6%	+3.1%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-4.4%	+0.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.3%	+9.9%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.1%	+12.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.1%	+13.8%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

Wertentwicklung der Strategien*

	September 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-1.6%	-3.2%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-1.3%	-2.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-1.4%	-2.0%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-1.0%	-0.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-1.0%	+1.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R5	-1.1%	+4.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit RDividenden	-3.8%	+1.2%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

Wertentwicklung der Strategien*

	September 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-2.4%	-3.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-2.4%	-2.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-2.1%	-0.6%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-1.6%	+1.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-1.6%	+3.1%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-4.4%	+0.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.3%	+9.9%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.1%	+12.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.1%	+13.8%

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

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Makroökonomie

Makroökonomisches Wachstum bleibt intakt



In den USA stieg der durchschnittliche Dieselpreis bis auf 6.53 Dollar pro Gallone (Foto: T.P., Boston, 21. September 2026)

Natürlich schmerzen die energiepreisbedingten Inflationswerte, doch die jüngsten Erhöhungen im dritten Quartal dürften in den kommenden zwei Quartalen wieder verschwinden. Damit wird auch der Druck auf mehrere Leitzinserhöhungen zurückgehen und die Renditen auf Anleihen dürften fallen. Somit können sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen wieder verbessern. Um den wachstumsbezogenen Kapitalbedarf an den öffentlichen und privaten Märkten zu decken, kam es zu einem intensiven Wettbewerb um Kapital.

Weil die Rohöllieferungen beinahe wieder den Vorkriegszustand angenommen haben, dürften die Rohölnotierungen und Inflationserwartungen in den kommenden Wochen und Monaten wieder sinken, was wiederum Aktien und Anleihen steigen liesse. Wer den Blick auf die Terminmärkte richtet, wird mit Preisen von 80 bis 95 Dollar im kommenden Jahr schon auf deutlich tiefere Niveaus als in der Gegenwart herangeführt. Umso erstaunlicher ist, dass Zentralbanken jüngst dazu übergegangen sind, den Konflikt im Nahen Osten als «fortwährend» einzustufen. Aus Angst, die energiepreisbedingt erhöhten Inflationsraten könnten noch lange weit über ihren Zielgrössen verharren, erhöhten sie die Leitzinsen und kündigten gleich mehrere weitere Schritte an. Das erscheint uns nicht wohlüberlegt.

Wichtig war zuletzt beispielsweise die Kerninflation in den USA. Da sind die Kerngüter nur gerade leicht gestiegen (+0.2% im August) und gegenüber dem Vorjahr zwar deutlich (+3.0%), aber klar weniger als die Bandbreite des geldpolitischen Leitzinses (3.75% bis 4.00%). Daher muss man die Geldpolitik bereits als restriktiv einstufen, zumal der Arbeitsmarkt ohnehin eher Schwächesignale von sich gibt. Auch die Stimmung der Konsumenten liegt auf einem historisch tiefen Niveau, ebenso deren Aussichten. Die eigene Lage hinsichtlich Arbeitsmarktperspektiven und Konsummöglichkeiten wird so tief eingeschätzt wie zuletzt im Frühjahr 2021.

Steigende Leitzinsen haben eine makroökonomische Bremswirkung. Hinzu kommt der Kapitalbedarf der hochverschuldeten Staaten, welcher die Renditen in die Höhe treibt. Aus Sorge um die Staatsdefizite verlangen Investoren wieder eine höhere Entschädigung für das Risiko langer Laufzeiten. Das verteuert die Hypothekarkredite, verringert die Anzahl Neubauten und schmälert generell Investitionspläne. Zinssensitive Geschäftsmodelle (z. B. Versorgungsunternehmen, aber zunehmend auch cashflownegative Hyperscaler) erfahren in Zinsanstiegsphasen Gegenwind. Doch momentan erweist sich das Wachstum immer noch als widerstandsfähig.

Das Schweizer Bruttoinlandprodukt (BIP) hat beispielsweise im zweiten Quartal 2026 mit 1.5% das stärkste Wachstum seit dem dritten Quartal 2021 verbucht. Als Wachstumstreiber fungierten vor allem die chemisch-pharmazeutische Industrie, aber auch der übrige Industriesektor. Ihre Wertschöpfung zog im Zuge steigender Exporte und Umsätze um 10.5% gegenüber dem Vorquartal an. Insgesamt konnte der Industriesektor ein starkes Wirtschaftswachstum (+3.9%) verbuchen. Das Wachstum im Dienstleistungssektor (+0.7%) blieb moderat, aber breit abgestützt. Dies zeigen Erhebungen des SECO. Die SNB rechnet mit einem leicht überdurchschnittlichen BIP-Wachstum von 1.5% bis 2.0% im laufenden Jahr.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Gemäss der geldpolitischen Lagebeurteilung der SNB bleibt der mittelfristige Inflationsdruck praktisch unverändert.
Eurozone, Europa	↗	↗	In Europa sind die jüngsten Wachstumsprognosen im Laufe des Monats September angehoben worden. Die Auftragslage verbesserte sich in einer Vielzahl von Branchen.
USA	↗	↗	Die Wirtschaft wächst 2026 ungefähr mit 2.3%. Die Federal Reserve schätzt das reale BIP-Wachstum auf 2.4% (2027) und 2.2% (2028): Das ist gewiss kein Boom.
Rest der Welt	↗	↗	Die BIP-Wachstumsprognosen für die gesamte Weltwirtschaft liegen mit rund 3% etwas höher im Rest der Welt als in den hochentwickelten Industrieländern.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Liquidität, Währung

Die Renditen prägen die Währungen

Der Dollar lag am 28. Juli noch bei 0.82 Franken, drei Wochen später war er nahe bei 0.79 Franken und am 30. September lag er sogar bei knapp 0.84 Franken. Diese hohe Volatilität ist schwer zu erklären. Der enorme Refinanzierungsbedarf durch die steigenden Staatsschulden sowie die relativ hohen Energiepreise und damit verbundenen Inflationsängste hievten die Renditen der 30-jährigen Staatsanleihen auf ein 24-Jahres-Hoch. Doch das gegenwärtige Niveau ist mittelfristig durch die wesentlich tiefere Kaufkraft des Dollars gefährdet.

Der Markt erwartet in den USA vier Leitzinserhöhungen in den kommenden 12 Monaten. Deshalb bewegt sich der Dollar deutlich über seiner Kaufkraftparität und bleibt damit strukturell abwertungsgefährdet. Der Federal Reserve Vertreter John Williams, Präsident des Distrikts New York, sieht «nach der Zinserhöhung im September kein Anlass zur Eile». Die Währungshüter hätten Zeit, die wirtschaftlichen Daten abzuwägen, bevor sie über den nächsten Schritt entschieden, betonte Williams kürzlich in einer Rede an der Universität in Buffalo. Dennoch sei eine weitere Anhebung vor Jahresende wahrscheinlich angemessen, um die Inflation wieder in Richtung des Ziels von 2% zu drücken, das jedoch erst 2028 wieder erreicht werde.

Doch die Märkte suchen intensiv nach Gründen, um eine deutlich restriktivere Geldpolitik einzupreisen. Die vier eingepreisten Leitzinserhöhungen sorgen für übersteuerte Erwartungen an nachhaltig tragbare Zinsniveaus und an einen überhöhten Dollar. Wir rechnen eher mit einem überraschenden Rückgang der Renditen mit leicht positiven Effekten für die Wirtschaft und deutlich negativen für den Dollar. Noch wird nicht richtig wahrgenommen, was unter der Oberfläche des US-Wachstums steckt. Es ist schätzungsweise zu zwei Dritteln mit dem Bau von Data Center verbunden, dem expansivsten Teil der amerikanischen Volkswirtschaft. Ein Drittel geht auf die expansive Fiskalpolitik zurück, die ausser Kontrolle zu geraten scheint. Die Neuverschuldung der USA betrug in den letzten 12 Monaten bis Juni 2026 7.5% des BIP – so hoch wie in keiner anderen Industrienation.

Der Arbeitsmarkt in den USA zeigt anhaltende Schwächesignale (JOLTS: Die Anzahl offener Stellen war auch zuletzt geringer als erwartet) und die Konsumentenstimmung trübt sich ein. Der entsprechende Index sank auf 81.9; erwartet wurden 89.0. Da fällt es einfacher, eine Lockerung der restriktiven Geldpolitik vorherzusehen. Denn die Konjunktur bewegt sich keineswegs in einer Übersteuerung, sondern schwächelt stärker als manche wahrhaben wollen.

Ohne den KI-Boom rund um den Bau von Data Center wäre das BIP-Wachstum in den USA deutlich schwächer als beispielsweise in Europa. Hinzu kommt, dass der Bau von immer mehr Data Center ins Stocken gerät. Gleich mehrere Projekte scheiterten jüngst an den hohen Finanzierungshürden, an lokalen Widerständen, an regulatorischen Rückschlägen sowie an fehlender Energieinfrastruktur.

Beispielhaft schildern wir das anhand eines 18 Milliarden Dollar teuren Data Centers in New Mexiko. Jüngst soll der bereits hochverschuldete Hyperscaler Oracle Zahlungen für den Bau gestoppt haben. Der Energiekonsum des Data Centers entspricht jenem von 1.8 Millionen Haushalten, und das soll im Süden der USA praktisch ohne Wasser mit Festoxid-Brennstoffzellen gedeckt werden.

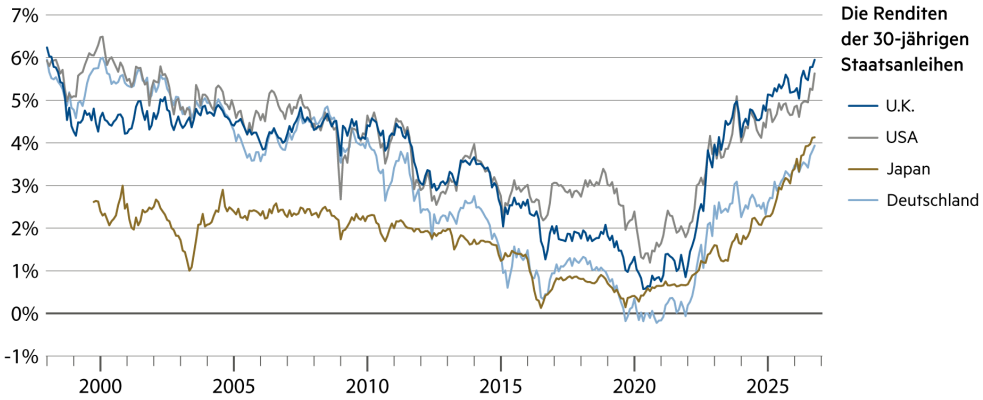
Doch für diese elektrochemische Erzeugung braucht es eine konstante Versorgung von Gas. Der Bau der rund 30 Kilometer langen Gaspipeline verzögert sich, weil lokale Umweltgruppen argumentieren, das Projekt berge Klimarisiken. Dabei ist das Projekt Jupiter zu einem landesweiten Symbol für den wachsenden politischen und ökologischen Widerstand geworden. Weitere solche Pattsituationen erzeugen in allererster Linie konjunkturelle Risiken für die USA.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Saron-Swaps liegen Ende September bis zu 25 Basispunkte höher als die laufzeitgleichen Eidgenossen-Renditen und verteuern die Hypothekarkredite.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Mit 0.95 zeigt sich der Euro 2% stärker als zu Jahresbeginn. Gestiegen sind die Kosten der Währungsabsicherung von 2.1% (1.1.) auf 2.7% per Ende September.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Der Wechselkurs USDCHF liegt Ende August praktisch unverändert bei knapp 0.84: Das ist etwas mehr als +5% gegenüber dem Jahresbeginn.
Euro / US-Dollar	→	↗	Mit 1.14 hat der Euro im September etwas eingebüsst, wohl auch weil die USD-Renditen bis zu 170 Basispunkte über den EUR-Renditen (Deutschland) liegen.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Anleihen

Die Staatsanleihen erleben ein Fiasko



Die Renditen der 30-jährigen Staatsanleihen (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Staaten und Unternehmen befinden sich auf den Kapitalmärkten im Wettbewerb. Doch es ist längst nicht mehr so, dass vor allem Staatsanleihen gesucht werden. Während im bisherigen Jahresverlauf mit Staatsanleihen die grössten Verluste erzielt wurden, konnte man mit Unternehmensanleihen den Schaden durch die strukturell erhöhten Renditen einigermassen im Zaum halten. Doch die Märkte bleiben immer von Staatsanleihen geprägt. Diese wiederum prägen über ihren Transmissionsmechanismus die Realwirtschaft.

Um zunächst beim Beispiel der Realwirtschaft zu bleiben: Die Renditen der 30-jährigen US Treasury Bonds sind von 4.9% auf 5.6% (+16% Zinskosten) gestiegen. Damit verteuerten sich auch die US-Hypothekarschuldzinsen auf durchschnittliche 7.2% – ebenso die Leasinggeschäfte, die Studiendarlehenszinsen und auch die Kreditkartenüberzüge. Nicht nur der Staat, der immer grössere Defizite anhäuft, sondern auch die privaten Haushalte «büssen» für die höheren Renditeniveaus – ausgerechnet in einer Zeit, in der auch mehr Geld für Energie (Benzin, Diesel, Heizöl, Gas usw.) ausgegeben werden muss. Aber das Erstaunliche ist, dass Unternehmensanleihen sogar mit leicht tieferen Kreditrisikoprämien verbunden sind als zu Jahresbeginn. Ihnen wird also mehr vertraut als den Staaten.

Betrachten wir das Verhältnis von Staats- zu Unternehmensanleihen in Europa. Auf dem Euro Bond-Markt wird gegenwärtig ein emittiertes Volumen von rund 19'200 Milliarden Nominalwert gehandelt. Die Staaten machen davon 82% aus, Unternehmen 18%. Bei den Staatsanleihen beobachten wir, dass in allen Geografien und Währungen die langfristigen Renditen seit 2022 deutlich zugenommen haben – auf Niveaus, wie man sie überhaupt noch nie gesehen hat (Japan) oder zuletzt vor rund 20 Jahren (USA, Grossbritannien, Frankreich).

Der wachsende Schuldenberg droht die Volkswirtschaften zu erdrücken. Auch deshalb, weil die Alterung für ein strukturelles, überproportionales Ausgabewachstum sorgt. Doch Populisten in all diesen Ländern haben wenig Interesse an einer Sparpolitik. Wenn der einzige Weg dieser Staaten darin liegt, mehr Geld zu drucken und den Wert der zugrunde liegenden Währung zu senken, muss gut überlegt sein, ob Kapital in Nominal- oder Realanlagen investiert werden soll.

Dabei muss betont werden, dass sich die strukturellen Verhältnisse massiv verschoben haben. Die Gesamtverschuldung von Staat, Unternehmen und Haushalten liegt in den USA inzwischen 30 Prozentpunkte höher als vor der globalen Finanzkrise 2007 und 70 Prozentpunkte höher als 2000. Das fiskalische Risiko steigt. Das heisst, aus ökonomischer Sicht wäre es angebracht, die Staatshaushalte zu konsolidieren, denn derzeit nimmt allein der Zinsdienst immer mehr Platz ein und verdrängt andere zentrale Staatsaufgaben (Investitionen in Infrastruktur, Bildung und Forschung, Verteidigung usw.).

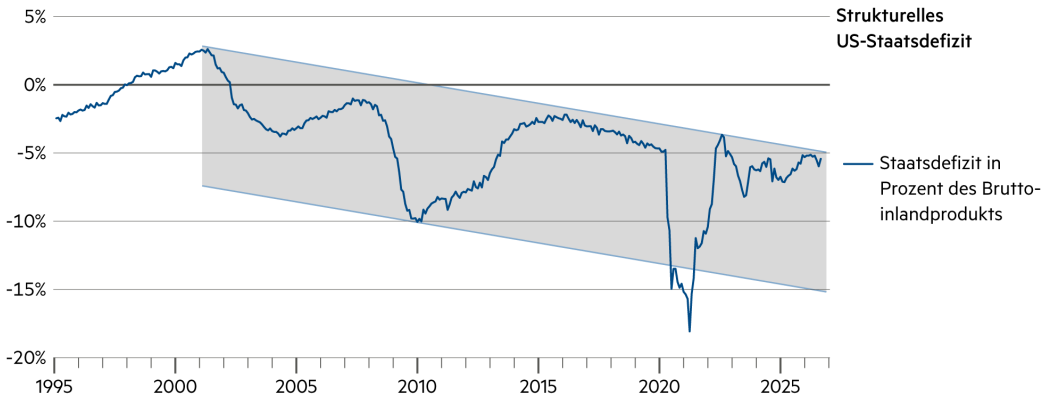
Durch die vorgenommenen und anstehenden Leitzinserhöhungen ist auch die Periode der relativ günstigen Refinanzierung über kurze Laufzeiten vorbei. Mit mehr als 8 Billionen Dollar unterjährigen US Treasury Bills zockte das amerikanische Finanzministerium bislang gewissermassen mit der Kreditkarte statt ein sinnvolles Maturitätsprofil für die über 40 Billionen Schulden zu erstellen. Am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve ist die Zinsbelastung sogar um 40% gestiegen (2-jährige UST-Renditen von 3.5% auf 4.9%).

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	↘	Trotz schwächeren weichen wie auch harten Wirtschaftsindikatoren sind die Anleihensrenditen in den USA gestiegen und verschärfen die Schuldenproblematik.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Unternehmen geniessen derzeit mehr Vertrauen als Staaten. Ihr Risikoaufschlag vs. Staatsanleihen zeigt nach wie vor Werte nahe ihren Zwölf-Monats-Tiefs.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Der Neuemissionstätigkeit (Helvetia Baloise, Hero usw.) ist rege. Derartige Anleihen von Topschuldnern bleiben gewiss attraktiv.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Anleihen bleiben unter Druck



Strukturelles Staatsdefizit in den USA von 1995 bis 2026; in % des Bruttoinlandprodukts (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Weltanleihensindex lag Ende September bei -4.4%. Der Rückgang im vergangenen Monat (-2.1%) war auf die steigenden Inflationsraten und die wachsenden Staatsschulden zurückzuführen. Relativ stabil erwies sich im bisherigen Jahresverlauf der Credit Opportunities Fund (-0.5%), der mit erfreulichen Aussichten ins letzte Quartal startet.

In unseren saisonalen Marktbeobachtungen bleiben die Monate September und Oktober die schlimmsten. Das scheint sich auch im laufenden Jahr zu wiederholen. Einen wesentlichen Grund sehen wir derzeit allerdings in zwei Faktoren: Einerseits in den energiepreisbedingt höheren Inflationserwartungen und andererseits in der strukturell erhöhten Kapitalnachfrage durch den KI-induzierten Bau von Data Center.

In einer Weltwirtschaft, die von inflationären Kräften wie steigenden Energie- und Transportpreisen, höheren Staatsdefiziten und beschleunigten KI-Investitionen geprägt ist, könnten bald schon langfristige Renditen von 6% für Staatsanleihen bevorstehen. Die immense Investitionswelle im Bereich der KI für Gebäude, Ausrüstung sowie Energie sorgt für eine starke Wachstumsphase. Das Ausmass übersteigt jenes des Internetbooms Ende der 1990er Jahre und sorgt für ein relativ starkes Wachstum.

Doch der Boom hat einen Nachteil. Er geht gegenwärtig mit einem deutlich höheren strukturellen Staatsdefizit einher. Der Staat beansprucht den Kapitalmarkt in viel grösserem Ausmass als vor 25 Jahren, und die emittierten Anleihen könnten die Inflation weiter befeuern. Es bleibt in den USA der grosse Widerspruch zwischen einer expansiven Fiskalpolitik (7.5% BIP-Defizit) zwecks Wirtschaftsstimulierung und einer restriktiven Geldpolitik zwecks Inflationsbekämpfung. Der Umfang der Anleihen nimmt mehr zu als der Umfang des nominellen BIP, was die Inflationserwartungen destabilisiert.

Die Reaktion auf den globalen Anleihenmärkten, wonach insbesondere die kürzerfristigen Renditen (auch in der Schweiz) angestiegen sind, ist ein klassisches Zeichen dafür, dass die Märkte einen Zinserhöhungszyklus einpreisen. Dem kann sich auch der Franken-Kapitalmarkt nicht entziehen. Obschon die Renditen der zehnjährigen Eidgenossen am Monatsende 0.6% betrugen, lagen die SARON Swapsätze rund 25 Basispunkte höher. Letztere sind entscheidend für die Festlegung beispielsweise der Hypothekarzinssätze.

In unseren Anleihenslösungen profitieren wir insofern, dass die Rückzahlungsrenditen (was allerdings mit tieferen Kursen einhergeht) wie auch die Renditen bei Neuemissionen spürbar anstiegen. Kürzlich zeichneten wir im Zugerberg Income Fund zwei interessante Neuemissionen auf dem Franken-Kapitalmarkt: eine zu 2.3% verzinste Anleihe des Versicherers Helvetia-Baloise sowie eine zu 2.9% verzinste Anleihe von Hero. Bei der Hero-Gruppe überzeugten uns die Produktkategorien, die sich über 16 multinationale Marken erstrecken. Insbesondere im Bereich von Better Snacking (Goodies, Organix, Corny, the gut stuff) wird das Marktwachstum teils sogar deutlich übertroffen.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2026 (seit Jahresbeginn)	-2.9%	-0.5%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-9.2% (-1.2%)	+38.1% (+2.4%)
Anteil positiver Renditemonate	56%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	104 BP (+7 BP)	349 BP (-3 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A-	BB

Weiterführende Informationen finden Sie in den Factsheets zum Zugerberg Income Fund und Credit Opportunities Fund.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Immobilien, Infrastruktur

Langfristige Hypothekarkreditzinsen steigen deutlich

Die Zinssätze für langfristige Hypothekarkredite zogen im September im Zuge der weltweit steigenden Zinsen stark an. Am stärksten legten die Richtsätze für zwei- und dreijährige Hypotheken zu. Bei den beliebten zehnjährigen Hypotheken liegen die Richtsätze erstmals seit März 2025 wieder über 2.0%. Wie lange die geldmarktbezogenen SARON-Zinssätze in der Tiefe verharren, bleibt ungewiss.

In der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 24. September 2026 durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) hiess es: «Gemäss der bedingten Inflationsprognose wird die Inflation im vierten Quartal noch etwas ansteigen, bevor sie im Verlauf des Jahres 2027 wieder zurückgeht. Dieser Rückgang ist darauf zurückzuführen, dass die aktuell deutlich erhöhte Teuerung bei der Energie in den kommenden Quartalen wieder sinken dürfte.»

Dennoch könnte die SNB im Laufe des Jahres 2027 den Leitzins etwas erhöhen, um sich geldpolitischen Handlungsspielraum für eine Krise zu erarbeiten. Im Raum stehen zwei Leitzinserhöhungen um je 25 Basispunkte. Das würde zu einem Leitzins von 0.5% führen, was immer noch weltweit der tiefste Zinssatz wäre, jedoch die geldmarktbasierten Hypothekarkredite nicht massgeblich verteuern und damit die Bautätigkeit nicht riskieren würde.

Während wir in einer Zinsinsel der Glückseligkeit leben, erlebt die Schweiz eine Inflation der Immobilienpreise. Seit der Einführung des Wohnimmobilienpreisindexes Anfang 2017 sind die Preise für Immobilien in der Schweiz um 40% gestiegen. Diese Preisinflation schlägt verlangsamt auf die Mieten durch. Die Mietpreise haben in der gleichen Periode weniger stark zugelegt (+14%). Mieten steigen meist nur bei Wohnungswechseln und Neubauten.

Preistreibend sind weniger die Einwanderung (+8.4%) oder das Angebot an Wohnraum (+8.3%). Nach diesen beiden Kriterien hätten Preise und Mieten stagnieren müssen. Auch die Bauqualität kann es nicht sein. Vielmehr besteht der wichtigste Grund darin, dass Investoren die Sicherheit von Renditeimmobilien suchen.

Dadurch steigen Boden- und mit ihnen auch die Immobilienpreise. Viele Pensionskassen geben sich damit zufrieden, dass sie netto 2% mehr Rendite mit Immobilien als mit eidgenössischen Anleihen erzielen. Das führt zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von bisweilen 40, wenn es um Wohnrenditeliegenschaften geht. Auf dem Aktienmarkt bezeichnet man derartige KGV-Werte als sehr hoch.

Das sehen wir bestätigt mit dem Blick auf den Häusermarkt im internationalen Vergleich, dem sog. Globalen Immobilienblasen-Index 2026 der UBS. Demnach weist Zürich weltweit das höchste Risiko einer Immobilienblase auf, gefolgt von Tokio. In der Kategorie mit «erhöhtem Risiko» sind Miami, Dubai, Seoul, Genf und Lissabon zu finden. Weil derzeit Zinserhöhungen in der Schweiz insbesondere die mittel- und längerfristige Immobilienfinanzierung verteuern, ist das Potenzial für Preisanstiege zumindest kurzfristig begrenzt.

Die Finanzierungskosten werden herbeigezogen, um das relative Ausmass einer Blase festzulegen. In den meisten Städten belaufen sich die jährlichen Nutzungskosten einer neu erworbenen Wohnung mit 60 Quadratmetern einschliesslich Hypothekarzinsen und Unterhalt auf mehr als 40% des Bruttoeinkommens einer hochqualifizierten Fachkraft. Damit gilt eine Eigentumswohnung als immer weniger «erschwinglich», zumal die Nutzungskosten deutlich über den Mietkosten vergleichbarer Wohnungen liegen.

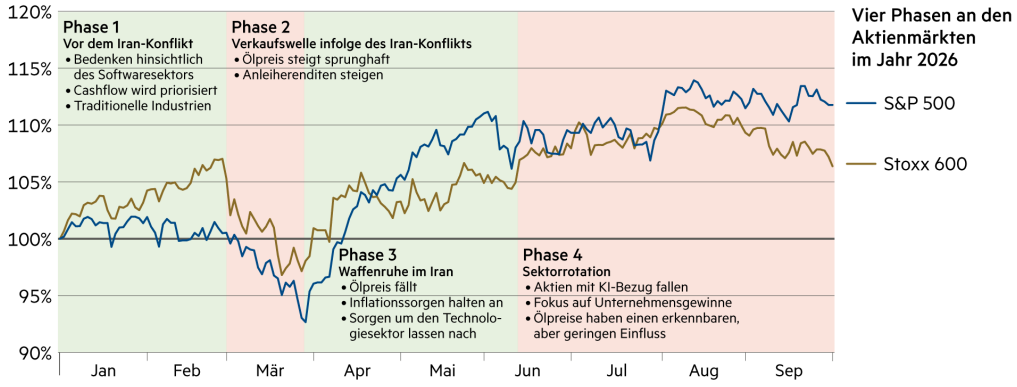
So schreiben die Autoren über Zürich: «In den vergangenen 20 Jahren verzeichnete Zürich unter allen untersuchten Städten den stärksten Anstieg der Wohnungspreise. Die hohe Standortattraktivität und der Zuzug internationaler Fachkräfte – insbesondere aus den Bereichen Technologie und KI – stützen die Wohnraumnachfrage. Gleichzeitig verschärfen niedrige Zinsen und ausgeprägte Angebotsengpässe den Preisdruck: Die Leerstandsquote liegt nahe Null, während das Angebot an Wohneigentum weit unter seinem historischen Niveau verharrt.» Das Blasenrisiko bleibe jedoch hoch. Das aussergewöhnlich hohe und weiter steigende Verhältnis von Immobilienpreisen zu Mieten zeige die zunehmende Abhängigkeit des Marktes von günstigen Finanzierungskosten.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→↗	↗	Die Cashflow-Rendite für Renditeimmobilien liegt im laufenden Jahr bei rund 3.2% und damit etwas tiefer als 2024 (3.5%) und 2025 (3.4%).
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↗	↗	Das kommerzielle Geschäft läuft gut. PSP (+2.0% inkl. Dividende) und Swiss Prime Site (+0.6%) liegen seit Jahresbeginn trotz steigender Zinsen leicht im Plus.
Immobilienfonds CH	→	→	Die Lex Koller Verschärfung lastet auf den kotierten Immo-Gesellschaften. SWIIT (-3.0%) und CHREF (-3.2%) liegen mit ihrer Gesamtrendite im Minus.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die Aktien sind durch die erhöhten Zinsen und entsprechend erhöhten Diskontsätze in den Bewertungsmodellen der Cashflows unter starkem Preisdruck.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Aktien

Alles drehte sich um Künstliche Intelligenz



Vier Phasen an den Aktienmärkten im bisherigen Jahresverlauf (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die KI (engl. AI) war das dominierende Thema im Monat September. Die meisten Aktienmärkte büssten im September ein, doch KI-bezogene Aktien zogen insbesondere die Tech-Börse Nasdaq nach oben (+2.9%) auf ein neues Rekordhoch. Derweil leiden die breiten Märkte. Der Dow Jones büsste gleich viel ein wie der Swiss Market Index (je -3.5%).

Im bisherigen Jahresverlauf ist es zu vier Phasen gekommen:

1. Vor Iran: Die europäischen Aktienmärkte entwickelten sich stärker als die US-Märkte. Im Vorfeld der Dividendensaison wurden die hohen Cashflows von europäischen Unternehmen und traditionell ertragsstarken Branchen gesucht. Software-Unternehmen kamen unter die Räder, aus Furcht vor ihrer Substitution durch KI-Modelle.

2. Der heftige Beginn des unerwarteten Kriegs im Iran sorgte für stark sinkende Kurse beidseits des Atlantiks. Die Ölpreise zogen massiv an, ebenso die Renditen von Anleihen, d. h. die Anleihenskurse fielen.

3. Es folgte ein Quartal der Hoffnung auf ein Friedensabkommen zwischen den USA und dem Iran. Das liess die Ölpreise etwas fallen, doch zeichneten sich bereits verzerrte Preisbildungen in den Raffinerien ab. Deshalb blieben die Inflationsbefürchtungen auf einem erhöhten Niveau. Aufgrund der exzellenten Ergebnisse aus dem ersten Quartal schossen Tech-Aktien in die Höhe, insbesondere jene von Halbleiter-Unternehmen in den USA, in Taiwan und Südkorea sowie in den jeweiligen Zulieferbetrieben. Die Schwellenländermärkte waren praktisch von drei Unternehmen geprägt: TSMC, SK Hynix und Samsung Electronics.

4. Im Sommer erfolgte ein stärkerer Fokus auf Gewinne. KI-bezogene Titel büssten an Wert ein, und cashflowgenerierende Unternehmen rückten in den Vordergrund. Europäische Aktien konnten mit den US-Märkten mithalten, ehe im September die Rohölnotierungen bis 110 Dollar pro Fass in die Höhe schossen und die Inflation bei Produzenten- und Konsumentenpreisen die Schlagzeilen prägten. Seither liegt der amerikanische S&P 500 Index (+12.7%) wieder vor dem europäischen Stoxx 600 Index (+10.2%).

Nun sind wir ins Schlussquartal eingetreten. Diese saisonal typischerweise vorteilhafte Phase ist jedoch mit grösserer Unsicherheit behaftet, da der weitere Ausbau der KI mit negativen Cashflows der Hyperscaler wie Microsoft, Alphabet, Amazon, Oracle verbunden ist. Das führt zu einer höheren Aussenfinanzierung (Verschuldung durch Fremdkapital mit hohen Coupons). Diese Aktien erscheinen nicht teuer, solange die KI-Nachfrage anhält. Makroökonomische Ereignisse oder weitere Zweifel an der Nachhaltigkeit der Investitionspläne bezüglich Data Center könnten diese Wahrnehmung jedoch ändern.

Im S&P 500 tat sich im September eine grosse Divergenz auf. Die durchschnittliche Aktie fiel stark (-4.5%), wobei diese Schwäche durch den Anstieg der grosskapitalisierten Halbleiterunternehmen von etwa +10% ausgeglichen wurde. Der S&P 500 wird somit nur von einer relativ kleinen Gruppe von Aktien gestützt. In Europa ist der Euro Stoxx 600 dagegen breiter getragen. Wir werden deshalb genau verfolgen, ob sich die breite Marktentwicklung insbesondere in den USA letztlich dem Index annähert oder ob sich die Schwäche auf den Rest des Marktes ausweitet.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Der September war schwach, doch das saisonal stärkste Quartal ist ohnehin das vierte. Diesmal mit positiven Währungseffekten, die noch einzupreisen sind.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Bei fallenden Ölpreisen dürften europäische Aktien stärker steigen als jene aus den USA. Die US-Techkonzerne bleiben durch Chinas Konkurrenz hellwach.
Aktien USA	↗	↗	Gemäss dem konjunkturbereinigten KGV der letzten 10 Jahre erscheinen Aktien ähnlich teuer wie beispielsweise in den Jahren 2000 und 1929.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Seit Mitte Mai ist der Schwellenländerindex in eine beinahe schon fünfmonatige Seitwärtsbewegung eingetreten.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Alternative Anlagen

Gold schaukelt hin und her



Der Goldpreis in Dollar während der letzten 12 Monate (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Attraktivität von Gold als Absicherung in einem konservativ ausgerichteten Portfolio bleibt durch die strukturelle Unterstützung von langfristigen Goldkäufern bestehen. Bemerkenswert ist die Rolle von Polen, eine der am stärksten wachsenden Regionen in Europa, das aber mit der Währung nicht in die Eurozone eingebunden ist. Die polnische Zentralbank hat sich zum aggressivsten Goldkäufer aller Zeiten gewandelt. Dies geschieht in einer Phase, in welcher der Goldpreis in Erwartung höherer Dollar-Zinsen in der Bandbreite von 4'000 bis 4'500 Dollar pro Feinunze stagniert.

Die simple Überlegung, wonach bei steigender Inflation auch der Goldpreis steigt, ist falsch. Die Art und Weise, wie die Inflation eintritt und was sie mit den Zinssätzen und dem Dollar anstellt, ist von überragender Bedeutung.

Hohe (Dollar-)Zinsen schwächen in der Regel die Nachfrage nach Gold, da dieses keine Zinsen abwirft. In einer Umfrage unter 76 Zentralbanken und Staatsfonds gaben jedoch 89% an, dass sie dennoch erwarten, in den nächsten 12 Monaten mehr Gold zu halten. Polen ist das deutlichste Beispiel. Das Land hat sich von einem gewöhnlichen Halter zum aggressivsten Käufer aller Zeiten gewandelt. Auf die Frage nach dem Grund erklärte der Chef der polnischen Zentralbank, man habe kein Vertrauen in die Zukunft (der Währungen Euro und Dollar). Volumenmässig ist China der grösste Goldkäufer. Bis September dürften die Käufe mehr als 1'100 Tonnen überstiegen und damit die Gesamtmenge des Jahres 2025 bereits deutlich übertroffen haben.

Dennoch ist der Goldpreis im letzten Quartal nur leicht gestiegen (+4%), nachdem die Türkei, Russland und mehrere Länder des Nahen Ostens bereits im zweiten Quartal begonnen hatten, einen Teil ihrer Reserven zu verkaufen, um Liquidität mitten in der Ölkrise zu beschaffen. Während diese verkauften, kauften andere Zentralbanken wie jene von China und Polen hinzu, während der Preis noch fiel.

Ein tieferer Preis bedeutet eben nicht immer eine geringere Nachfrage. Der tiefere Preis war vielmehr das Resultat einer krisenbezogenen Liquiditätsbeschaffung einzelner Zentralbanken, um höhere (Energie-)Importpreise zu stemmen.

Interessant ist, dass diverse Zentralbanken während des Kurssturzes von 25% eine Rekordmenge von Gold gekauft haben. Das tun sie auch, weil dies das neue, goldgedeckte Abrechnungssystem der BRICS-Staaten erfordert. Die BRICS-Staaten machen sich zunehmend unabhängiger vom Dollar-basierten internationalen Zahlungsverkehr. Auch deshalb glauben US-Investmentbanken wie Goldman Sachs und J.P. Morgan an einen mittelfristigen Goldpreis von bis zu 6'300 Dollar.

Der Goldpreis ist in den vergangenen fünf Wochen gesunken. Dafür sorgten im Wesentlichen die Zinserhöhungen durch wichtige Zentralbanken (Fed, EZB) und die steigenden Ölpreise. Goldman Sachs prognostiziert, dass die Goldnachfrage der Zentralbanken im Jahr 2027 ca. 60 Tonnen pro Monat betragen wird, gegenüber durchschnittlich rund 50 Tonnen im Jahr 2026, bei einem Basisszenario-Preis von 5'400 Dollar bis Ende 2027.

Tiefere Energiepreise und eine geringere Anzahl erwarteter Zinserhöhungen der Fed könnten jedoch bald wieder zu höheren Goldpreisen führen, verstärkt durch die Nachfrage der Zentralbanken im Jahr 2027.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗↘	→	Auf dem Terminmarkt sind die Kontraktpreise auf 95 Dollar pro Fass (Brent; Januar 2027) und 80 Dollar (Januar 2028) gefallen.
Gold, Edelmetalle	→↗	↗	Trotz des jüngsten Rückgangs ist die Nachfrage nach Gold weiterhin hoch, insbesondere durch langfristige Investoren und asiatische Zentralbanken.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	ILS werden in unseren Freizügigkeitslösungen als Teil der Diversifikation eingesetzt. Sie sind aufgrund ihrer geringen Korrelation ein attraktiver Baustein.
Private Equity	→	↗	Unter den Privatmarktgefässen sind insbesondere Infrastrukturfonds beliebt. Das sorgt für eine Diversifikation für risikoärmere, cashfloworientierte Anleger.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)		Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)				
Aktien		**30.09.2026**	**09/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
SMI	CHF	13'830.3	−3.2%	+4.2%	+14.4%	+4.2%	+3.8%
SPI	CHF	19'612.1	−2.5%	+7.6%	+17.8%	+6.2%	+6.1%
DAX	EUR	25'199.2	−3.2%	+4.8%	+21.6%	+20.4%	+13.1%
CAC 40	EUR	7'964.5	−3.6%	−0.6%	+9.4%	−1.0%	+9.6%
FTSE MIB	EUR	51'372.0	−1.5%	+16.4%	+30.0%	+14.1%	+20.4%
FTSE 100	GBP	10'606.0	−0.9%	+10.8%	+14.1%	+12.1%	−0.3%
EuroStoxx50	EUR	6'269.0	−1.5%	+10.1%	+17.3%	+9.6%	+12.1%
Dow Jones	USD	50'906.1	−1.1%	+11.5%	−1.3%	+22.1%	+3.5%
S&P 500	USD	7'651.5	+2.9%	+17.6%	+1.7%	+33.4%	+13.1%
Nasdaq Composite	USD	26'861.1	+5.2%	+21.6%	+5.2%	+39.2%	+30.6%
Nikkei 225	JPY	66'753.7	+5.6%	+39.1%	+10.9%	+15.2%	+8.6%
Sensex	INR	72'480.3	−3.5%	−16.1%	−9.3%	+13.8%	+7.4%
MSCI World	USD	4'902.7	+2.0%	+16.5%	+4.4%	+26.6%	+10.8%
MSCI EM	USD	1'704.9	+2.5%	+27.8%	+14.1%	+13.6%	−2.6%
Obligationen (gemischt)		**30.09.2026**	**09/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	144.8	−1.8%	−4.6%	−1.0%	−1.4%	+2.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.3	−2.5%	−4.9%	+2.5%	−0.8%	+4.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	370.2	−2.9%	−2.5%	+5.4%	+6.1%	+8.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	275.2	−3.2%	−4.4%	+5.9%	+2.4%	+4.5%
Staatsobligationen		**30.09.2026**	**09/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
SBI Dom Gov	CHF	182.7	−0.5%	−2.0%	−0.2%	+4.0%	+12.5%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	130.7	−2.7%	−5.7%	+1.7%	−3.8%	−0.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	168.0	−2.4%	−5.0%	−1.8%	−0.8%	+4.8%
Unternehmensobligationen		**30.09.2026**	**09/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	191.5	−0.7%	−0.4%	+0.7%	+5.1%	+5.7%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.2	−3.2%	−6.1%	+3.1%	−2.4%	+3.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	613.1	−3.0%	−3.0%	+4.0%	+3.7%	+8.5%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	163.9	−1.6%	−3.0%	+0.7%	+2.0%	+5.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	306.1	−2.0%	−1.6%	+2.8%	+5.4%	+9.8%
Alternative Anlagen		**30.09.2026**	**09/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
Gold Spot CHF/kg	CHF	111'713.6	−3.1%	+1.5%	+43.8%	+36.0%	+0.8%
Commodity Index	USD	141.8	+3.6%	+36.0%	−2.9%	+8.3%	−20.4%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'887.0	−2.6%	−3.2%	+9.9%	+16.0%	+5.4%
Währungen		**30.09.2026**	**09/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
US−Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8358	+3.4%	+5.5%	−12.8%	+7.8%	−9.0%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9469	+0.8%	+1.7%	−1.0%	+1.2%	−6.1%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5309	+4.9%	+4.9%	−12.1%	−3.4%	−15.4%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1087	+1.2%	+3.8%	−6.1%	+6.0%	−4.2%

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 30.09.2026; Wirtschaftsdaten per 30.09.2026; Wirtschaftsprognosen vom 30.09.2026; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.