



Hünenberg, Kanton Zug

Vorweihnachtliche Zuversicht

Der Start in ein positives Schlussquartal, historisch das beste Quartal im ganzen Jahr, ist knapp gelungen. Dazu haben insbesondere die Aktienmärkte beigetragen. Auf den Aktienmärkten ist der grösste Teil der Berichtssaison zum dritten Quartal, die traditionellerweise zugleich mit einem Ausblick auf das kommende Jahr verbunden ist, abgeschlossen. Die ersten Meldungen waren erfreulich, gerade auch in der Technologie-Branche, in der man sich fürchtete, ob die Bewertungen nicht schon zu weit fortgeschritten sind. Dagegen liess die Konsumnachfrage im dritten Quartal nach und sorgte branchenweit für eine moderatere Zuversicht.

Die Kommerzialisierung von Anthropic, OpenAI und Gemini, drei Schlüsselfirmen im gesamten Universum der Künstlichen Intelligenz (KI), schreitet voran. Deren wichtigste Aktionäre wie Amazon, Microsoft und Alphabet investieren derzeit Hunderte Milliarden in Datacenter – mit den entsprechenden Auswirkungen für die Baubranche, für nachhaltige Energiequellen und moderne Stromnetzwerke. Das

führt zu einer branchenübergreifenden Verbreiterung von vollen Auftragsbüchern und einer zukunftsbezogenen Zuversicht, in der nicht mehr einzig die «Magnificent 7» Aktien (Apple, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta, Microsoft, Tesla) führend sind. Deren Aktien stiegen seit Jahresbeginn in Dollar immer noch beachtlich (+25%), in Schweizer Franken resultierten im bisherigen Jahresverlauf immerhin +11%.

In jüngster Zeit verbreiterte sich der Aufschwung. Zudem konnten Unternehmen, die mit der Wertschöpfungskette von KI verknüpft sind, teils stark profitieren. Dabei kann es sich auch um Unternehmen handeln, die sich beispielsweise um Stromnetze (u. a. Enel, Iberdrola) kümmern, respektive um Datacenter-Stromversorgung (u. a. RWE, E.ON, Engie, Brookfield Renewable) und um Energieeffizienz (u. a. Belimo). Deshalb haben sich auch unsere DecarbRevo Lösungen seit Jahresbeginn so gut entwickelt.

Kleine Ernte im Oktober

Die Portfolios legten im Oktober leicht zu. So konnte die rückläufige Rendite im Vormonat mehr als kompensiert werden. Insbesondere die aktienbetonten Strategien vermochten einen spürbaren Schritt vorwärts zu tun. Der Swiss Markt Index (SMI) stieg im Oktober (+1.0%), was sich auch in den Strategien (Revo4, Revo5) niederschlug. In den risikoärmeren Portfolios zeigte sich der Effekt der positiven Monatsrendite etwa proportional zum Aktienengagement. Ein ähnliches Muster konnte auch in den Freizügigkeitslösungen beobachtet werden.

Einen weiteren, ausgezeichneten Monat verzeichneten unsere

Dekarbonisierungs-Strategien. Mit dem Trend nach zusätzlichen, nachhaltigen Energiequellen und -infrastruktur im Zusammenhang mit dem Boom von Datacentern setzte sich der gute Lauf unserer Dekarbonisierungs-Strategien weiterhin fort. Die Jahresrenditen liegen inzwischen bei +13.1% (DecarbRevo3, max. 60% Aktien, in Franken) und +17.2% (DecarbRevo5, max. 100% Aktien). Zu den besten Aktien in diesen Portfolios zählen nordamerikanische und europäische Titel wie Bloom Energy, Acciona, Brookfield Renewable, RWE, Engie, E.ON, Enel, Iberdrola und American Electric Power sowie die Schweizer Unternehmen Accelleron Industries und Belimo.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Oktober 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	+0.2%	+1.2%
Zugerberg Finanz R2	+0.5%	+1.9%
Zugerberg Finanz R3	+0.5%	+2.5%
Zugerberg Finanz R4	+0.8%	+2.7%
Zugerberg Finanz R5	+0.7%	+2.6%
Zugerberg Finanz RDividenden	+0.2%	+8.8%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.4%	+1.7%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.7%	+2.4%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.7%	+3.1%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.0%	+3.4%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.0%	+3.8%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+0.1%	+8.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+5.2%	+13.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+6.1%	+15.3%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+6.8%	+17.2%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Oktober 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.2%	+0.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.3%	+1.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.5%	+2.2%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.7%	+3.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.6%	+3.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R5	+0.7%	+2.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit RDividenden	+0.2%	+8.8%

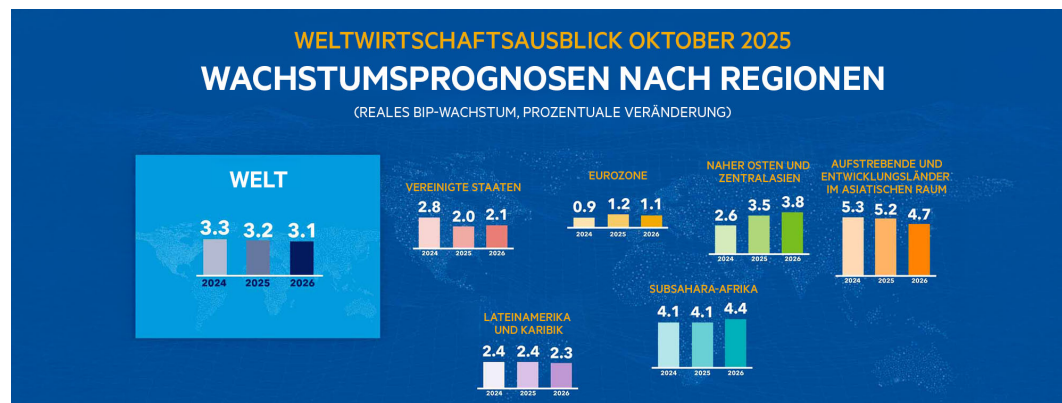
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Oktober 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.4%	+1.7%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.7%	+2.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.7%	+3.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.0%	+3.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.0%	+3.8%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+0.1%	+8.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+5.2%	+13.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+6.1%	+15.3%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+6.8%	+17.2%

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

Makroökonomie

Stattliches reales Wirtschaftswachstum wohl auch 2026



Die realen BIP Wachstumsprognosen des IWF auf einen Blick (Bildquelle: Internationaler Währungsfonds, Oktober 2025)

Die IWF-Ökonomen prognostizieren für das laufende Jahr ein reales Wachstum von +3.2% der Weltwirtschaft, das sich im kommenden Jahr nur geringfügig abschwächen dürfte. Herausragend ist das Wachstum in Indien, während die USA und weite Teile Europas etwa im Gleichschritt zulegen dürften. In Europa ist Spanien mit einem Wachstum von rund +3% auch dank weitsichtiger Energiepolitik führend in der Ansiedlung von neuen Industrieunternehmen.

An der Herbsttagung des IWF und der Weltbank in Washington war Unsicherheit das zentrale Thema unter Investoren und Zentralbankern. Dafür gibt es verschiedene Gründe, darunter die Debatte darüber, ob sich die US-Wirtschaft dank KI-bezogenem Investitionszyklus wieder beschleunigt oder aufgrund des negativen Migrationsaldos strukturell verlangsamt. Zumindest scheint der Rückgang des US-Dollars seit der Inauguration von Donald Trump gestoppt (bei rund -12% gegenüber dem Franken). Allerdings sind die anhaltenden Handelsspannungen zwischen den Grossmächten USA und China sowie die politische Unsicherheit in den USA und anderen Ländern wichtige Faktoren, welche an den Kapitalmärkten keinen Raum für überschäumenden Optimismus zulassen.

Realismus prägt die Gegenwart. Die länger als üblich andauernde Stilllegung der US-Administration und die damit verbundene Datenblockade (zahlreiche Statistiken blieben unveröffentlicht) wirkten ebenfalls nicht hilfreich. Es gibt viele Diskussionen über eine mögliche Deregulierungswelle im US-Finanzsektor (während der Schweizer Bundesrat die Gegenrichtung einschlagen will) sowie über deren Auswirkungen auf die Wirtschaft und die Finanzstabilität.

Ein ständiges Thema unter Anlegern bleibt der Ausblick für risikoreiche Anlagen und die Frage, ob ihre starken Renditen seit Jahresbeginn (in Lokalwährung) in diesem Klima der Unsicherheit Bestand haben können und was die Auslöser für eine Verschlechterung sein könnten. Die Überwindung von Ängsten, darunter die jüngsten Unternehmenspleiten (First Brands, Tricolor in den USA) und deren Bedeutung für den Kreditmarkt insgesamt, ist kein ungewöhnliches Thema. Vor einem Jahr war die grösste Unsicherheit der Ausgang der US-Wahlen; gegenwärtig geht es vielmehr darum, die (wirtschafts- und handels-)politische Richtung der grossen Wirtschaftsmächte zu entschlüsseln. Dabei zeigt sich, dass es Donald Trump vor allem um kurzfristige Deals und Erfolge geht (z. B. Verkauf von Sojabohnen), während Xi Jinping eher langfristig und strategisch denkt (z. B. Marktstellung bei Seltenen Erden).

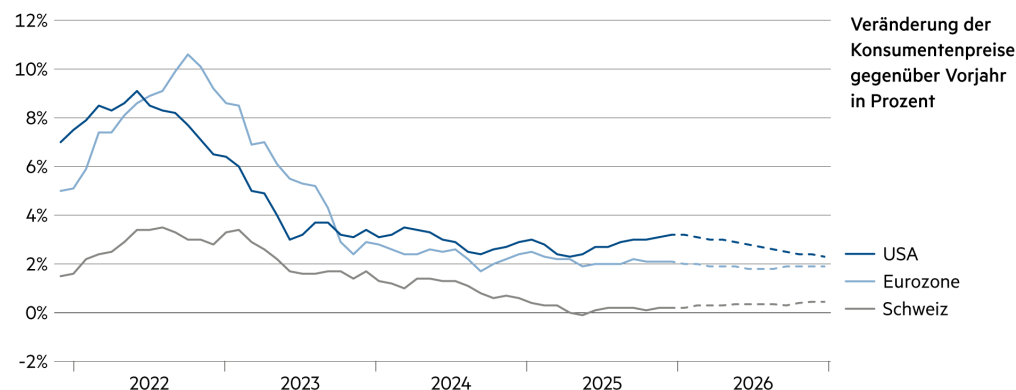
Trotz einer eher vorsichtigen Grundhaltung unter institutionellen Anlegern gibt es auch Gründe für Optimismus. Die globalen Aussichten scheinen intakt, die Möglichkeiten für Wachstumspläne in Schwellenländern sogar ausgeprägt. Von deren Wachstum geht auch eine Rückkoppelung zu einer insgesamt besseren makroökonomischen Lage in den Industrieländern zurück.

Die globalen Wachstumsraten liegen deutlich höher als man noch vor sechs Monaten prognostiziert hatte. Moderate Inflationsraten, sinkende Preise auf den globalen Energie- und Rohstoffmärkten, verbesserte Finanzierungsbedingungen und insbesondere der tiefere US-Dollar beflügeln das Wachstum in zahlreichen Industrie- und Schwellenländern. Indien beispielsweise profitiert nicht nur vom jungen Humankapital, sondern auch vom Trend zum Multi-Shoring.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die Schweiz unternimmt kaum Reformschritte, um die Wettbewerbsfähigkeit zu steigern. Der Finanzplatz verliert Marktanteile und erleidet Bedeutungsverluste.
Eurozone, Europa	↗	↗	Die Inflation im Euroraum schwächt sich ab (Oktober: 2.1%). Leider ist dies auch ein Ergebnis der schwachen Konjunktur. Deutschland bleibt reformunfähig.
USA	→↗	→↗	Der krasse Wertverlust des Dollars sorgt global für eine Flucht in unsicherere Anlagen und erhöht strukturell die Gefahr von Finanzblasen und Wirtschaftskrisen.
Rest der Welt	↗	↗	Die global führende Rolle Chinas im Bereich von Solar- und Windanlagen ist atemberaubend: Schwellen- und Entwicklungsländer kaufen immer mehr davon.

Liquidität, Währung

Unterschiedliche Inflations-Perspektiven



Tiefe Inflation in der Schweiz – bis auf Weiteres (Quelle: Bundesamt für Statistik, Consensus Economics; gestrichelte Linien: Erwartungen gemäss Consensus Economics | Grafik: Zugerberg Finanz)

Nach dem starken postpandemischen Inflationsanstieg im Jahr 2022 sind die Preise in den folgenden Jahren weniger stark angestiegen. In der Schweiz liegt die Inflationsrate nur minim über 0%, weshalb die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Leitzins im September unverändert bei 0% belass. In der Eurozone ist die Inflationsrate nahe dem Zielwert von 2% und in den USA dürfte sie noch einige Zeit erhöht bleiben.

Sicherlich könnte die Inflation in der Schweiz in den kommenden Quartalen leicht ansteigen, doch dürfte sie auch in den kommenden zwei Jahren unter 1% liegen. Somit ist die Preisstabilität mittelfristig gewährleistet. Verbunden damit ist allerdings auch die Prognose, dass der Schweizer Franken weiterhin stark bleiben wird.

Die Eintrübung der Wirtschaftsaussichten in den USA sowie die Schwächen am Arbeitsmarkt und zusehends auch bei der Konsumnachfrage dürften die US-Zentralbank Federal Reserve (Fed) dazu bewegen, die Leitzinsen in den kommenden vier Quartalen mindestens dreimal um je 25 Basispunkte zu senken. Damit würde der Leitzins in den USA auf rund 3.0% gesenkt. Das entspräche ungefähr der strukturell höheren Inflationsrate und dem Abwertungstrend des Dollars zum Franken um rund 3% jährlich.

Im Eurosystem, zu dem die Europäische Zentralbank (EZB) und 20 nationale Zentralbanken gehören, ist das Ziel, die Inflation mittelfristig bei 2% zu halten. Das Inflationstrauma war die «Grosse Inflation» von 1965 bis 1982, die fortlaufend für Währungsabwertungen sorgte. Beispielsweise in Italien, wo die Lireziffern in astronomische Höhen geklettert waren, gab es zuletzt kaum werthaltige Banknoten mit 500'000 Liren, doch das Rechnen in grossen

Summen bereitete vielen Menschen Schwierigkeiten.

1999 trat Italien dem Euro-Wechselkursmechanismus bei und im Jahr 2002 wurde die Lira endgültig durch den Euro ersetzt. Das ermöglichte Italien wie auch vielen weiteren Ländern erstmals in ihrer Geschichte, Vertrauen in eine Währung zu gewinnen und Kaufkraft zu bewahren. 83% der Europäer unterstützen heute den Euro, als Zahlungsmittel wie auch als ein greifbares Zeichen gemeinsamer Ziele und Visionen. Zuletzt gewann der Euro insbesondere zum US-Dollar an Stärke. Emittenten aus dem Ausland legen vermehrt Anleihen in Euro auf.

Vertrauen in eine Währung ist weiterhin nicht überall selbstverständlich. So stieg die Inflation in der Türkei 2022 aufgrund des Beharrens von Präsident Erdoğan auf niedrigen Zinsen auf über 80%. Dies höhlt den Wert der türkischen Lira aus, untergrub das Vertrauen der verarmenden Bevölkerung und führte zu Instabilität. Später leitete die türkische Zentralbank einen Kurswechsel ein und hob die Zinsen 2023 und 2024 kräftig an. Das trug immerhin dazu bei, die Inflation zu senken, doch sie ist mit über 30% nach wie vor hoch.

Eine stabile Währung allein reicht nicht aus. Um innovativ zu sein und langfristig wettbewerbsfähig zu bleiben, muss jede Volkswirtschaft ihren Kapitalstock erneuern. Entschlossenes Handeln ist erforderlich, indem die Rahmenbedingungen den Unternehmen das Investieren erleichtern, d. h. bürokratische Hürden abbauen, Regulierungen prüfen und Genehmigungen beschleunigen. Eine Arbeitsmarkt- und Bildungspolitik zählt ebenso dazu, und es braucht auch Risikokapital als Wachstumsmotor.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Unsere Erwartung ist, dass der SNB-Leitzins auch nach der geldpolitischen Lagebeurteilung im Dezember bei 0% liegen wird – Bankzinsen gibt es so nicht.
Euro / Schweizer Franken	→	→↘	Die Finanzstabilität in der Eurozone ist gewiss grösser als im Dollarraum, aber es muss mehr getan werden, um zurück zu einem moderaten Wachstum zu finden.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↗	↘	Die Dollarschwäche zeigt sich auch in seiner Rolle als weltweite Währungsreserve: Seit 2014 ist der Anteil von 62% auf 56% zurückgegangen (der Euro blieb bei 20%).
Euro / US-Dollar	→↗	↗	Der Euro könnte seine Stellung massiv verbessern, wenn der fragmentierte Kapitalmarkt und die strukturellen Schwächen im Finanzsektor überwunden würden.

Anleihen

Immense Unterschiede bei den Staatsanleihe-Renditen

Rendite von Staatsanleihen
im internationalen Vergleich

	 Schweiz	 Deutschland	 Frankreich	 Griechenland	 UK	 USA	 China	 Indien
2-jährige Staatsanleihen	-0.1%	2.0%	2.2%	1.9%	3.8%	3.6%	1.4%	5.8%
10-jährige Staatsanleihen	0.1%	2.6%	3.4%	3.3%	4.4%	4.1%	1.8%	6.5%

Renditen von Staatsanleihen in der jeweiligen Lokalwährung (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die kurzfristigen Anleihensrenditen sind in der Schweiz bereits deutlich ins Minus gefallen (-0.2%), während die langfristigen immerhin noch minim in der positiven Zone verblieben (+0.1%). Ein Tiefzinsniveau weist auch China auf, das mit einer darbedenden Binnenwirtschaft und einer ausgeprägten Deflation (sinkende Löhne, sinkende Preise, sinkende Beschäftigung) zu kämpfen hat. Dagegen glaubt die Fed, trotz misslicher Signale vom Arbeitsmarkt eine restriktive Geldpolitik weiterführen zu müssen.

Der Markt der Staatsanleihen war im Oktober von erhöhter Volatilität, aber auch von Optimismus geprägt. Auf diplomatischer Ebene scheint der Waffenstillstand zwischen Israel und der Hamas Präsident Trump etwas Spielraum verschafft zu haben, um nach Lösungen für den Krieg zwischen der Ukraine und Russland zu suchen. Der mögliche Einsatz von Langstreckenraketen, welche die USA der Ukraine zur Verfügung stellen könnte, steht wiederholt im Mittelpunkt der Gespräche und könnte den Druck auf Putin erhöhen, sich auf eine Einigung zuzubewegen.

Unterdessen überstand Premierminister Lecornu in Frankreich zwei Misstrauensanträge und schloss einen Deal mit der Sozialistischen Partei ab, indem er versprach, die Rentenreform von 2023 auszusetzen – ein hoher Preis für den Fortbestand der Regierung. Ausgangspunkt der Haushaltsdebatte ist ein Defizitziel von 4.7% (in Prozent des BIP) für 2026 nach voraussichtlich 5.4% im Jahr 2025. Frankreich unterliegt immer noch einem Verfahren wegen eines übermässigen Defizits und müsste im Laufe der Zeit eine Konvergenz in Richtung 3% anstreben.

S&P stufte das Rating Frankreichs von AA- auf A+ herab, mit stabilem Ausblick, und stützte sich dabei auf Argumente, die denen von

Fitch sehr ähnlich sind, als diese kürzlich das Kreditrating des Landes herabstufte. Die fehlende politische Stabilität stellte die Schuldendynamik und die Fähigkeit jeder Regierung in Frage, den Defizitkurs auf dem notwendigen Reduktionspfad zu halten. Die Aussetzung der Rentenreform 2023 brachte S&P dazu, das Rating Frankreichs herabzustufen.

Der deutsche Gesetzgeber hat die Unterstützung der EU-Kommission für erweiterte Infrastrukturausgaben in Deutschland erhalten. Deshalb liegt da die Rendite der langfristigen Anleihen deutlich unter jener Frankreichs. Überraschend ist dagegen, dass sich die Rendite der 2-jährigen griechischen Staatsanleihen sogar noch unter jener Deutschlands befindet. Griechenland hat sich mit gezielten Reformen viel Anerkennung auf den Kapitalmärkten verschafft.

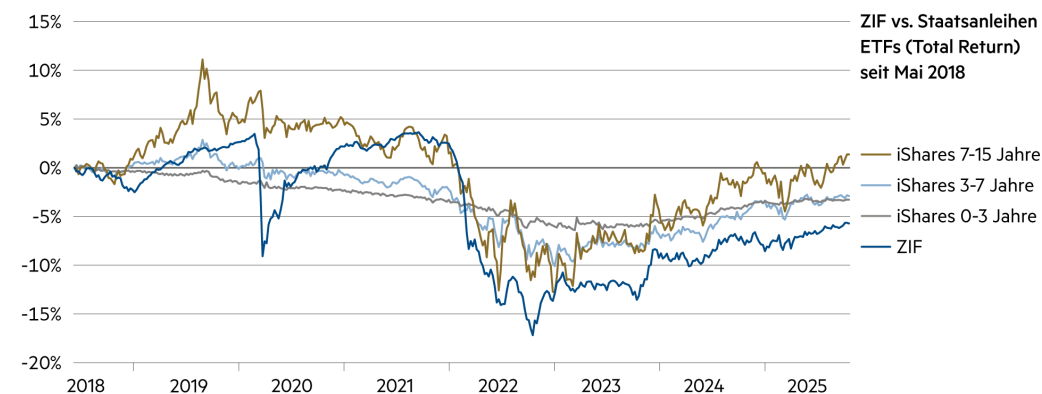
In den USA selbst waren Haushaltsvereinbarungen schwieriger zu erzielen, da die Stilllegung der Administration ohne Fortschritte bei der Beilegung der Differenzen zwischen den politischen Parteien andauert. Das stellt die Märkte offenbar zufrieden, da sie davon ausgehen, dass die Anleihe-Renditen bei geringeren Staatsausgaben sinken dürften. Tatsächlich bestätigte die Fed mit ihrer Senkung der Leitzinsen um 25 Basispunkte die minimalsten Markterwartungen.

Ebenfalls in den USA wurden die Kreditspreads durch tatsächliche Kreditereignisse auf die Probe gestellt. Zu den Ausfällen beim Subprime-Autokreditgeber Tricolor und beim Autoteilehersteller First Brands kamen Betrugsfälle bei Krediten für gewerbliche Hypotheken dazu. Die starken Ergebnisse der grössten US-Banken und -Unternehmen für das dritte Quartal trugen jedoch zur Stabilisierung der Kreditmärkte bei.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→	Die Zinssenkungs-Hoffnungen ausserhalb einer Rezession sind in den USA eindeutig zu optimistisch. Aber wir sehen einen Pfad zur neutralen Geldpolitik.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Unternehmensanleihen (USD, GBP) dürften von der Normalisierung der bislang restriktiven Geldpolitik in den kommenden Quartalen am deutlichsten profitieren.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Gezielt selektierte, nachrangige und hochverzinsliche Corporate Bonds sorgen für überdurchschnittliche Renditen und bereichern unsere Portfolios.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Nur noch kleine Differenzen



ZIF vs. Staatsanleihen ETFs (Total Return) seit dem Lancierungszeitpunkt im Mai 2018 (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

In unseren Anleihenslösungen gibt es eine konservative Variante, die wir «Zugerberg Income Fund» (ZIF) nennen. Diese erlitt seit der Lancierung zwei grosse Einschnitte. Zunächst beim Ausbruch der Covid-Pandemie im Frühjahr 2020, von der sich der ZIF innert Jahresfrist wieder zu erholen vermochte. Schlimmer war jedoch die Zinserhöhungsphase und der Ausbruch des Ukrainekriegs im Jahr 2022. Da dauert die Erholung immer noch an – ebenso bei den eidgenössischen Anleihen.

Nach etwas mehr als sieben Jahren sind die Renditeunterschiede verhältnismässig gering. Mit dem ZIF liegt die jährliche Rendite bei -0.8%. Die von iShares lancierten ETFs auf «Swiss Domestic Government Bonds» liegen bei -0.5% (0- bis 3-jährige Eidgenossen) respektive bei -0.4% (3- bis 7-jährige Eidgenossen).

Einzig im Bereich der sehr langfristigen Anleihen (7- bis 15-jährige Eidgenossen) liegt der ETF mit +0.2% im Plus. Wie aus der obigen Grafik unschwer zu erkennen ist, gehen mit diesem ETF auch erhöhte Zins- und damit Schwankungsrisiken einher. Zudem ist da inzwischen viel Zukunft eskomptiert. Die jährliche Rendite der 10-jährigen Eidgenossenanleihe liegt lediglich noch bei +0.1%. Das ist nicht nur nominell ziemlich wenig, sondern lässt eine entsprechende Anlage auch relativ stark schwanken, d. h. sie ist aus risikoadjustierter Sicht nicht empfehlenswert.

Die Restlaufzeit einer typischen Anleihe im ZIF liegt mit 5.9 Jahren («Modified Duration») deutlich tiefer. Dafür liegt die Rückzahlungsrendite mit +1.3% viel höher. Die Zinsen der kurzfristigen Eidgenossen liegen wieder im Minus. Es ist diese Aussicht, die uns zuversicht-

lich macht, mit dem ZIF nicht nur im laufenden Jahr, sondern auch in den kommenden Jahren eine höhere Rendite als mit den Eidgenossen zu erzielen und damit den geringen Rückstand vollständig wettzumachen.

Mit dem etwas risikofreudigeren Credit Opportunities Fund (COF) wollen wir dagegen den Vorsprung ausbauen, den wir seit Jahren aufgebaut haben, wie wir im Monatsbericht Oktober erläuterten. Da sind ein paar neue Unternehmensanleihen dazugestossen, deren Bonität im Durchschnitt typischerweise tiefer liegt als im ZIF, was natürlich mit einer erhöhten Renditeerwartung einhergeht.

Der Kern des COF sind nicht Zinsrisiken wie beim ZIF und wie bei den Eidgenossen, sondern Kreditrisiken. Dafür werden Kreditrisikoprämien vereinnahmt. Und wie bei einer gesunden Versicherung läuft im COF das Geschäft dann gut, wenn die Risikoprämien in einer bestimmten Periode (z. B. in einem Kalenderjahr) höher als die effektiven Schadensfälle sind. Ein einzelner Monat kann jedoch auch mal mit enttäuschenden Schwankungen zusammengehen.

Die neuen Anleihen umfassen u. a. eine hybride Anleihe (BB+ Rating) von Aroundtown, einer breit diversifizierten, in Wirtschaftskreisen gut vernetzten Immobiliengesellschaft, die über eine milliardenschwere Liquidität verfügt und opportunistisch ein Stück vom wachsenden Kuchen der Datacenter in Deutschland für sich erlangen möchte. Der Finanzplatz Frankfurt ist einer der globalen Top-Datacenter-Örtlichkeiten. Da wird der Hauptteil der erwarteten Investitionssumme von mehr als 24 Milliarden Euro für deutsche Datacenter in den kommenden vier Jahren investiert werden.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2025 (seit Jahresbeginn)	+2.2%	+3.3%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-5.7% (-0.8%)	+38.8% (+2.6%)
Anteil positiver Renditemonate	58%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	90 BP (+0 BP)	401 BP (+19 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Ausgeprägte Preisdynamik bei Eigentumswohnungen



Immobilien am Zürisee (Bildquelle: stock.adobe.com)

Die Preisdynamik bei den Eigentumswohnungen hielt im 3. Quartal 2025 an. Im Vergleich zum Vorjahr stiegen die Preise deutlich (+3.9%), insbesondere in der Zentralschweiz überdurchschnittlich (+7.0%). Die Preisentwicklung bei den Einfamilienhäusern verlangsamte sich dagegen. Aufgrund der tiefen Finanzierungskosten dürften Eigenheime jedoch weiterhin klare Vorteile gegenüber Mietwohnungen bieten. Allerdings dürfte das makroökonomische Umfeld im kommenden Jahr zu einer moderateren Steigerungsrate führen.

Das Tiefzinsumfeld ermöglicht die Finanzierung eines SARON-basierten Hypothekarkredits zu weniger als 1.0%. Beim Kauf von Immobilien zur Vermietung («Renditeobjekt») dürften die Finanzierungskosten leicht höher liegen, aber letztlich ist das aktuelle Finanzierungsumfeld attraktiv – auch aus historischer Perspektive. Von 2009 bis 2025 betrug der durchschnittliche Zinssatz für bestehende Hypotheken nur 1.8%. Das ist weniger als die Hälfte des historischen Durchschnitts von 4.5% im Zeitraum von 1850 bis 2008.

Die aktuellen Hypothekarzinsen führten in den vergangenen 12 Monaten zu einem spürbaren Nachfrageschub, der auch im kommenden Jahr anhalten dürfte. Das sieht man allein schon daran, dass sich das Volumen der ausstehenden Hypotheken laut jüngsten Daten per Ende August 2025 innerhalb eines Jahres um 36 Milliarden Franken ausweitete (+3.0% gegenüber dem Vorjahr gemäss Schweizerischer Nationalbank).

Weil die Preise für Wohneigentum stärker als die Löhne gestiegen sind, erhöhte sich auch die Tragbarkeitshürde für Hypothekarkredite. Das verengt den Kreis potenzieller Käuferinnen und Käufer.

Hinzu kommt, dass die Arbeitsplatzsicherheit – u. a. wegen der US-Zölle auf Schweizer Produkte – in den letzten Monaten abgenommen hat.

Im Weiteren ist auch wichtig, wie man mit dem Hypothekarkreditvolumen umgehen will. Bei Geldmarkthypotheken ist der SARON, der durch den Leitzins der Schweizerischen Nationalbank (SNB) bestimmt wird, der zentrale Referenzwert. In den vergangenen rund 40 Jahren (d. h. in einer strukturellen Zinssenkungsphase) bot diese Finanzierungsform meist Kostenvorteile gegenüber Festhypotheken. Letztere bieten dagegen eine höhere Planungssicherheit und schützen vor steigenden Zinsen. Das schätzt die grosse Mehrheit der Schweizer Haushalte sehr. Im Jahr 2024 waren 75% aller ausstehenden Hypotheken fest verzinst.

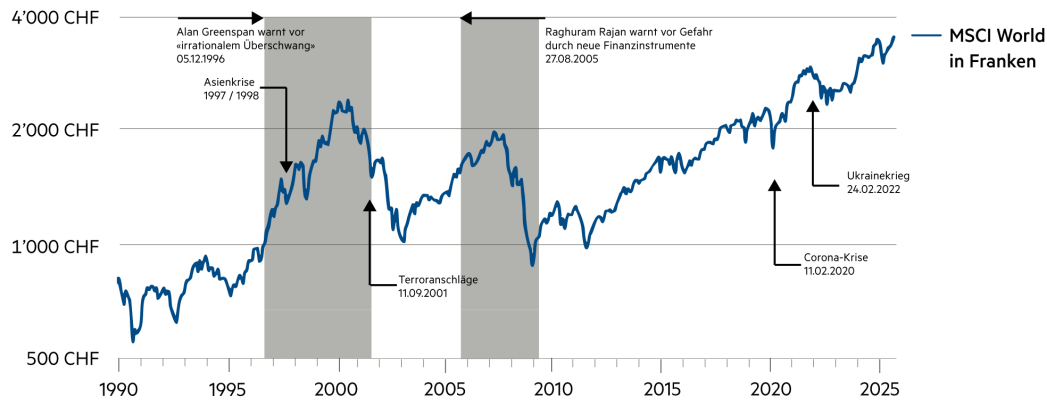
Hinsichtlich der Amortisation zahlt sich der Verzicht aus, wenn der erwartete Anlageertrag der überschüssigen Liquidität (z. B. 3.0% in einem balancierten Mandat) die Kosten des Hypothekarkredits (z. B. 1.0%) übertrifft. Nach dem Systemwechsel entfällt für private Eigentümer die Möglichkeit, Hypotheken zur Steueroptimierung zu nutzen. Dies schafft grundsätzlich einen Anreiz zur Amortisation, um die Zinslast zu senken.

Allerdings bindet ein kaum belastetes Eigenheim langfristig viel Eigenkapital und birgt damit ein erhebliches Klumpenrisiko für die Vermögensentwicklung. Eine angemessene Belehnungsquote in der Höhe von 30% bis 60% des Belehnungswerts fördert dagegen die Diversifikation und schafft Spielraum für renditestärkere Anlagen, beispielsweise eine dividendenorientierte Anlagelösung.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Der Immobilienindex SWIIT erzielte zuletzt ein neues Jahreshoch und liegt nach 10 Monaten klar im Plus (+8.7% Gesamtrendite seit Jahresbeginn).
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↗	↗	Weiterhin fehlt es an der nötigen administrativen und regulatorischen Flexibilität, welche verdichtetes Wohnen und Arbeiten durchlässig ermöglichen würde.
Immobilienfonds CH	→	→↗	Der Schweizer Immo-Fonds Index (CHREF) hat durch die tiefen Zinsen und höheren MFH-Transaktionspreise im Oktober nochmals einen Schub erzielt: +3.2%.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Europäische Infrastrukturaktien wie Engie (+42% seit Jahresbeginn), Vinci (+19%) und Veolia (+9%) performen wie BKW (+23%) und Flughafen Zürich (12%) gut.

Aktien

Die Geschichte der Warnungen an der Börse



In jüngster Zeit waren insbesondere von Anlegern, die sich stark in den US-Märkten engagieren, Befürchtungen zu vernehmen, ob sich allenfalls eine Blase gebildet habe und nun Gewinne mitgenommen werden sollen. Bei uns ist die Sorge wenig begründet. Selbst in den risikofreudigsten Portfolios sind die US-Aktien nicht stärker als mit 20% gewichtet. Der grösste Teil des Portfolios ist in cash-flow-starken Schweizer Unternehmen investiert und verspricht anhaltende Dividendenerträge.

Das Gerede von einem baldigen Crash gab und gibt es immer. Der Unterschied zu heute ist, dass sich die Crash-Propheten durch das Internet rasch viel mehr Gehör verschaffen können als noch vor ein paar Jahrzehnten. Jedes Mal, wenn von einem Rekordhoch die Rede ist, sind die Nachrichten voll von neuen Mahnungen, Rücksetzern und Krisen. Zweifellos wäre ein Kurseinbruch schmerzhaft, doch wer für die Altersvorsorge spart, kann langfristig denken.

Zudem muss man sich vergegenwärtigen, dass in jedem Aktienkurs nicht nur eine optimistische Zukunft vorweggenommen wird – in allen Kursen steckt immer auch einiges an Pessimismus drin. An der Asienkrise von 1997/98 ging der Weltaktienindex übrigens unbekümmert vorbei. Wer im Dezember 1996 auf Alan Greenspan, damals Vorsitzender der Federal Reserve, und seine Warnung vor einem «irrationalen Überschwang» hörte, machte einen grossen Fehler.

Natürlich führen Terroranschläge wie am 11. September 2001, die globale Finanzkrise in den Jahren 2008/09 oder auch der Beginn des Ukrainekriegs am 24. Februar 2022 vorübergehend zu sinken-

den Kursen. Es gab auch schon Ölpreisschocks, Vogelgrippe-Ängste und eine New Economy-Blase. «Ich garantiere Ihnen, dass es irgendwann einen riesigen Crash geben wird», meint etwa der Harvard-Ökonom Kenneth Rogoff, um gleich zu ergänzen: «Selbst nach dem Crash könnten die Aktienkurse höher stehen als heute.»

Greenspan zog in seinen Memoiren die Lehre: «Man kann nicht sagen, wann ein Markt überbewertet ist.» Die harte Wahrheit ist, dass man Geld investieren soll, wenn man es hat, und nicht warten, bis einem die Märkte günstig erscheinen. Und man sollte darauf achten, Aktien nicht mit dem Geld zu kaufen, dass man in wenigen Jahren wieder benötigt. Oder zumindest nur dann, wenn man auch mit einem gewissen Verlust zurechtkäme.

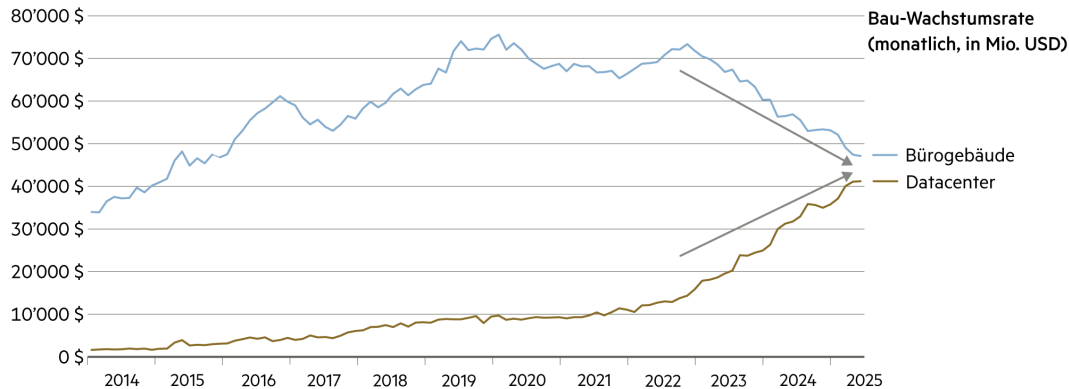
Darüber hinaus ist ein weiteres Merkmal wichtig: Diversifikation. Unsere Portfolios sind besser diversifiziert als der MSCI World, der von wenigen US-Techaktien dominiert ist. Er ist so hoch konzentriert wie noch nie in der Kapitalmarktgeschichte. Zudem besteht der Weltaktienindex zu 71% aus den USA. Schwellenländer wie Indien kommen darin gar nicht vor, Immobilien auch fast nicht und Europa nur sehr wenig.

Derzeit sind die Märkte von einem Grundmuster geprägt: Wenn die Zinsen sinken, steigen die Aktienkurse. Wenn die zehnjährigen Eidgenossen gerade noch eine jährliche Rendite von 0.1% abwerfen, ist doch klar, dass mehr und mehr Kapital in Aktien fliesst, deren Dividendenrendite allein 2.5% bis 4% jährlich beträgt. Übertriebene Sorgen sollte man sich nur machen, wenn man zu wenig wirklich langfristige Gelder aus dem «Spartopf» in Aktien angelegt hat.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→ ↗	↗	Der Schweizer Aktienmarkt zeigt sich zu Beginn des Schlussquartals äusserst erfreulich, bröckelte dann aber im Monatsverlauf ab. Es blieben noch +1.0%.
Aktien Eurozone, Europa	→ ↗	↗	Das Gewinnwachstum im 3. Quartal bezieht sich auf viele Unternehmen, die wir in den Portfolios halten und einen indirekten KI-Bezug haben.
Aktien USA	→ ↗	→ ↗	Bislang übertrifft die Gesamtrendite von Holcim, Accelleron und Engie beispielsweise jene von Nvidia (+34% in Franken) und Alphabet (32%).
Aktien Schwellenländer	→ ↗	↗	In Franken legte der MSCI Emerging Markets im Oktober erneut stark zu und liegt seit Jahresbeginn bei stattlichen +15% - die guten Aussichten verkörpernd.

Alternative Anlagen

Der Bau von Datacentern nimmt stark zu



Bau-Wachstumsrate von privaten Datacenter im Vergleich mit Bürogebäuden; in Mio. USD (Quelle: US-Census Bureau, Deutsche Bank (29.09.25) | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der KI-Boom wirkt sich auch in der Bau- und Stromwirtschaft aus. Es ist ein enormer Zuwachs an Aufträgen für Datacenter zu beobachten, während die Aufträge für generelle Büroräumlichkeiten in den USA im dritten aufeinanderfolgenden Jahr rückläufig sind. Investitionen in Datacenter verdreifachten sich seit 2022, wobei die vielfältigen Entwicklungen von KI hauptsächlich Treiber hinter diesem Wachstumsschub sind.

Vergleichbare Größenordnungen gab es in der Weltwirtschaft noch nie. Nur schon das Softbank-gestützte Joint Venture «Stargate» sorgt für initiale Investitionen von 100 Milliarden Dollar, letztlich vielleicht sogar 500 Milliarden Dollar, allein für die neue KI-Infrastruktur von OpenAI in den USA. Selbst jüngste Erfolge von DeepSeek und derzeit tiefe Renditen aus den KI-Projekten änderten nichts daran, dass die Nachfrage nach Datacentern das Angebot bei weitem übersteigt.

Deshalb könnte die Kapazität von Datacentern bis ins Jahr 2030 gleich nochmals verdreifacht werden, schätzt die Unternehmensberatungsgesellschaft McKinsey. Nvidia geht in ihren Überlegungen zum Markt ebenfalls von steilen Wachstumsraten aus. Die fünf grössten US-Cloud-Investoren (Amazon, Microsoft, Alphabet/Google und Oracle sowie Meta/Facebook) haben enorme Expansionspläne. Alphabet allein investiert im laufenden Jahr 85'000 Millionen Dollar in die beschleunigte Verfügbarkeit von Datacenter und befindet sich immer noch in der Aufwärtsbewegung eines typischerweise «S»-kurvenförmigen Investitionszyklus.

Damit wächst auch die Nachfrage nach einer Elektrizitäts-Versor-

gung rund um die Uhr und nach einer wesentlich verbesserten Stromnetzstabilität. Insbesondere in den USA, aber auch in Teilen Europas sind die Stromnetze veraltet. Während bis vor kurzem noch Effizienzgewinne bei den Halbleitern den Stromnachfragezuwachs in Grenzen halten konnten, wächst der Bedarf gegenwärtig enorm.

Eine KI-gestützte Abfrage auf ChatGPT beansprucht derzeit immer noch 10x mehr Energie als eine Suchabfrage auf Google. Nvidias jüngste Blackwell-Plattform ist zwar sehr viel energieeffizienter als die Vorgängergeneration Hopper. Aber letztlich führen allfällige Effizienzgewinne und geringere Kosten paradoxerweise zu einer noch steileren Nachfragekurve (in der Ökonomie auch bekannt als «Jevons-Paradoxon»).

Rund 50% des zusätzlichen Strombedarfs soll in den kommenden Jahren auf Datacenter zurückgeführt werden können. Zusätzlich sorgt die Inkraftsetzung von Elektrovehikeln für einen weiteren Druck auf die Energiekapazitäten. Die rasanten Fortschritte bei physischen KI-Anwendungen (z. B. durch humanoide Roboter) könnten die Investitionszyklen weiter beschleunigen und den Strombedarf noch stärker erhöhen.

Aus diesem Grunde rentieren unsere DecarbRevo-Anlagelösungen in diesem Jahr ausgezeichnet. In diesen vielversprechenden Portfolios befinden sich zahlreiche Unternehmen, die fortschrittliche, saubere (dekarbonisierte) Energielösungen zur Verfügung stellen. Jüngst hat Brookfield, der grösste Infrastrukturbetreiber der Welt, mit Bloom Energy einen langfristigen Energieversorgungsauftrag über 5 Milliarden Dollar abgeschlossen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↘	→↗	Die Weltbank prognostiziert, dass die Rohstoffpreise 2026 auf den niedrigsten Stand seit sechs Jahren fallen werden, u. a. durch das Überangebot an Öl.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Gold (+35% in CHF im laufenden Jahr) ist als Devisenreserve bei immer mehr Zentralbanken beliebt. Auch der SNB hat Gold zu einem Rekordgewinn verholten.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	Versicherungsbezogene Anleihensrisiken sind in einem moderaten Umfang bei unseren Portfolios vorhanden, insbesondere in den Freizügigkeitsstiftungen.
Private Equity	↗	↗	Im dritten Quartal haben sich die Transaktionen beschleunigt, was auf einen guten Jahresabschluss bei Privatmarkt-Managern wie Partners Group schliessen lässt.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)				
Aktien		31.10.2025	10/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SMI	CHF	12'234.5	+1.0%	+5.5%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'982.0	+1.4%	+9.8%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	23'958.3	-0.5%	+18.5%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	8'121.1	+2.0%	+8.5%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	43'175.3	+0.2%	+24.4%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	9'717.3	+2.6%	+10.5%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'662.0	+1.5%	+14.1%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	47'562.9	+3.7%	-1.0%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'840.2	+3.5%	+3.0%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	23'725.0	+5.9%	+8.8%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	52'411.3	+13.2%	+19.0%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	83'938.7	+5.9%	-8.3%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	4'390.4	+3.1%	+4.9%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'401.6	+5.4%	+15.4%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligationen (gemischt)		31.10.2025	10/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.3	+0.4%	+0.1%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	188.3	+0.2%	+2.9%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	377.6	+0.7%	+4.8%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	288.2	+1.3%	+6.0%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Staatsobligationen		31.10.2025	10/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	190.3	+1.1%	+1.9%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.3	+0.2%	+2.2%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	178.8	+0.7%	-0.8%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Unternehmensobligationen		31.10.2025	10/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	193.3	+0.3%	+1.2%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	190.4	0.0%	+3.4%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	629.7	-0.2%	+3.6%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	170.4	+0.5%	+1.5%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	311.0	-0.1%	+2.7%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Alternative Anlagen		31.10.2025	10/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Gold Spot CHF/kg	CHF	103'547.0	+4.8%	+35.2%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	107.3	+3.8%	-3.8%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'967.9	+3.2%	+9.3%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Währungen		31.10.2025	10/2025	2025YTD	2024	2023	2022
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8046	+1.0%	-11.3%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9283	-0.7%	-1.3%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5224	-3.0%	-9.3%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.0583	-1.2%	-6.8%	+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-finanzen.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, Lüssliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanzen.ch, www.zugerberg-finanzen.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.10.2025; Wirtschaftsdaten per 31.10.2025; Wirtschaftsprognosen vom 31.10.2025; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.