

Ägerisee, Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Rotation zu Beginn des Schlussquartals

Gemäss dem jüngsten weltwirtschaftlichen Ausblick können wir mit einem beschleunigten Wachstum im kommenden Jahr rechnen. Der Internationale Währungsfonds geht in diesem Zusammenhang von einer Beschleunigung des weltwirtschaftlichen Realwachstums auf bis zu 3.5% aus.

Die Energiepreise bleiben gewissermassen die Hauptunsicherheit, und damit verbunden sind weitere Versorgungsengpässe, daraus resultierende Inflationserwartungen und letztlich auch die Geldpolitik. Die erfreuliche Prognose des Internationalen Währungsfonds sorgte auf den Kapitalmärkten bei einem Teil der Wirtschaft für Rückenwind. Dagegen verstärkten sich die Marktängste insbesondere in technologie- und KI-bezogenen Geschäftsmodellen – sowohl auf Aktien- wie auch auf Anleihensmärkten. Angesichts anhaltend hoher Zinsen nähren aggressive KI-Investitionen Sorgen über eine finanzielle Überdehnung, welche in kommenden Jahren mit schmerzhaften Wertberichtigungen verbunden sein könnte.

Innerhalb der Aktienmärkte ist es im vergangenen Monat weltweit zu einer Rotation aus KI-bezogenen Unternehmen in nicht KI-bezogene Branchen wie Gesundheit, Versorger und Basiskonsumgüter gekommen. Am besten lässt sich das anhand der technologielastigen Aktienindizes herleiten: Der US-Nasdaq büsste im vergangenen Monat trotz soliden Quartalsergebnissen -6.5% (in CHF) ein. Der Rückgang in Taiwan (-9.0%) und in Korea (-15.8%) umrahmte jenen des amerikanischen Halbleiterindex SOX (-16.5%). Von der Rotation in defensive Qualitätstitel profitierten eher konservative Indizes wie der amerikanische Dow Jones (+0.4%) und insbesondere der Swiss Market Index (+7.1%).

Im Oktober wendete sich das Blatt

Der Swiss Market Index (SMI) erwies sich im Oktober als der stärkste Markt, und der Franken legte etwas zu. Im SMI haben die drei grössten Unternehmen die Performance massgeblich beeinflusst (Roche +16%, Novartis +12%, Nestlé +11%). Eine Vielzahl von Schweizer Unternehmen überzeugte mit ihren jüngsten Quartalsberichten. Die Anziehungskraft defensiver Qualität war ausschlaggebend. Investoren besannen sich im Oktober wieder auf robuste Unternehmen mit hoher Rentabilität und soliden Bilanzen, die kaum anfällig für steigende Kreditkosten sind. Im Monat Oktober notierten nur 5 von 20 Aktien im SMI im Minus – allesamt zyklische Unternehmen.

Schlechter verlief es auf den internationalen Aktienmärkten. Der deutsche Dax (-0.4% in CHF) verlor weniger als der französische CAC 40 (-2.7%). Der japanische Nikkei (-6.5%) wie auch der chinesische Hang Seng (-6.6%) büssten wie die Schwellenländer-Aktien (-9.2%) deutlich mehr ein. Durch den schwächeren Dollar fiel auch der breite S&P 500 zurück (-2.2%). Das Gesamtbild führte dazu, dass alle Portfolios im Oktober zulegen konnten. In der Risikoklasse 5 (Dividende) kam es zu einem deutlichen Anstieg im Oktober, weil es sich dort bei rund 80% der Aktien um Schweizer Titel handelt, die im Zuge des SMI-Aufschwungs überproportional profitierten.

In der zweiten Hälfte des Monats Oktober erholten sich Anleihen zumindest. Der Weltanleihensindex (-3.2% seit Jahresbeginn) bleibt weiterhin deutlich schlechter als der Index der eidgenössischen Anleihen (-1.2%). Der Zugerberg Income Fund (-2.1%) positioniert sich dazwischen. Dagegen konnte der Credit Opportunities Fund (-0.8%) in einem inflationsgetriebenen negativen Zinsumfeld seit Jahresbeginn Stabilität signalisieren.

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

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien.
ergänzt durch ETFs und Investmentfonds

Wertentwicklung der Strategien*

	Oktober 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz R1	+0.9%	−2.1%
Zugerberg Finanz R2	+1.2%	−0.6%
Zugerberg Finanz R3	+1.2%	+1.1%
Zugerberg Finanz R4	+1.2%	+3.3%
Zugerberg Finanz R5	+1.6%	+5.8%
Zugerberg Finanz RDividenden	+6.5%	+7.7%
Zugerberg Finanz Revo1	+1.1%	−2.2%
Zugerberg Finanz Revo2	+1.4%	−0.9%
Zugerberg Finanz Revo3	+1.4%	+0.7%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.4%	+3.0%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.8%	+4.9%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+6.6%	+6.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	−2.4%	+7.3%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	−2.7%	+9.3%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	−3.0%	+10.5%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

Wertentwicklung der Strategien*

	Oktober 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.7%	−2.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+1.1%	−1.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+1.3%	−0.7%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+1.1%	+1.0%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+1.7%	+3.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R5	+1.6%	+5.8%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit RDividenden	+6.5%	+7.7%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

Wertentwicklung der Strategien*

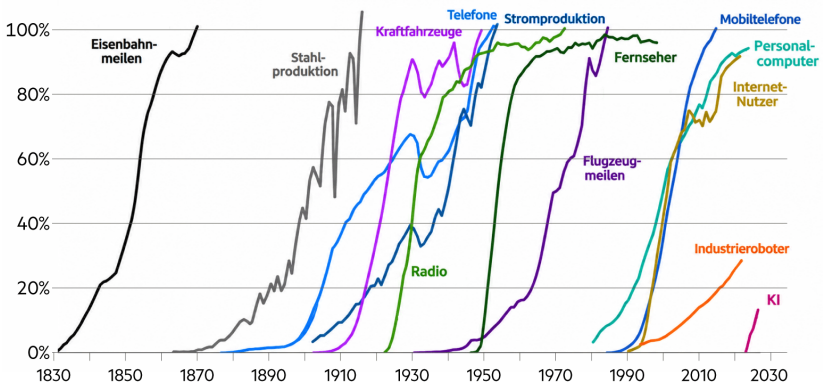
	Oktober 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+1.1%	−2.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.4%	−0.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.4%	+0.7%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.4%	+3.0%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.8%	+4.9%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+6.6%	+6.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	−2.4%	+7.3%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	−2.7%	+9.3%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	−3.0%	+10.5%

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

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

Makroökonomie

Massiver Wandel in der Weltwirtschaft



Adoptionsphasen neuer Technologien im historischen Vergleich

KI-Adoption ist immer noch in einer frühen Phase (Quelle: Fidelity Institutional, Market Update Q4/2026 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Makroökonomisch überlagern sich stets eher kurzfristige ökonomische Schocks, mittelfristige konjunkturelle Trends und langfristige säkulare Veränderungen. Das erschwert das taktische Vorgehen an den Kapitalmärkten aus makroökonomischer Sicht und zwingt uns, möglichst zwischen lauten «Geräuschen» und fundamentalen Trends zu unterscheiden. Wir bleiben überzeugt davon, dass KI einen massiven Wandel in der Weltwirtschaft erzeugen wird und dass wir uns immer noch erst in den Anfängen der grossen Veränderungen befinden.

KI hat das Potenzial, das gesellschaftliche und wirtschaftliche Zusammenleben fundamental zu verändern. Aus der Vermögensperspektive geht es letztlich darum, welche Schritte unternommen werden müssen, um Vermögen zu sichern, und welche Schritte unternommen werden sollen, um Vermögen langfristig über die Kaufkraft hinaus zu mehren.

Der makroökonomische Blick muss sich zwingend auf die Meso- und Mikroebene richten – dorthin, wo Branchen und Geschäftsmodelle einem Wandel unterzogen werden. Bei den Unternehmen betrachten wir mit jedem Quartalsbericht die Fortschritte, welche der Einsatz von KI generiert und ob damit das Ertrags- und das Erfolgspotenzial gestärkt wird. Innovative Unternehmen werden rasch in der Lage sein, ihr Marktdurchdringungs- und Gewinnwachstumspotenzial neu zu gestalten.

Um das von aussen beurteilen zu können, reicht es nicht mehr, sich auf der analytischen Ebene von Inflationsraten, Handels- und Leistungsbilanzen, Arbeitsmarktindikatoren, Einkaufsmanagerumfragen und Tokenpreisen zu bewegen. Selbst die Unternehmensebene ist schwierig zu fassen. Nehmen wir das Beispiel des Alphabet-Konzerns. Dessen Cloud-Geschäft wuchs enorm (+103% vs. Vorjahr auf 30.7 Milliarden Dollar im 3. Quartal) und die KI-Applikation Gemini registrierte bereits mehr als 1.0 Milliarden Menschen als «monatlich aktive Nutzer». Umgekehrt blieb die Suchmaschine Google mit +12% zurück. Das Problem besteht darin, dass KI-gestützte Suchanfragen weniger einbringen als traditionelle Suchanfragen und somit das Spannungsfeld der kreativen Zerstörung innerhalb desselben Konzerns stattfindet.

Für uns gilt es, in den jeweiligen Branchen die entscheidenden Faktoren zu identifizieren, welche Marktanteilsgewinner von den Verlierern unterscheiden. Das erfordert den Austausch mit dem Management, auch Vor-Ort-Besuche, die Analyse einzelner fabrik- und länderbezogenen Produktivitätsindikatoren und vieles mehr.

Die KI-Technologie und deren Adoption in der Unternehmenslandschaft steckt in zahlreichen Branchen immer noch in den Kinderschuhen. Das zeigt sich auch an der im Vergleich zu früheren technologischen Fortschritten zwar noch tiefen, aber zuletzt rasch steigenden Penetration. Die wirtschaftlichen Auswirkungen waren bislang noch eher gemischt, doch die Veränderungen auf den Arbeitsmärkten werden allmählich sichtbar.

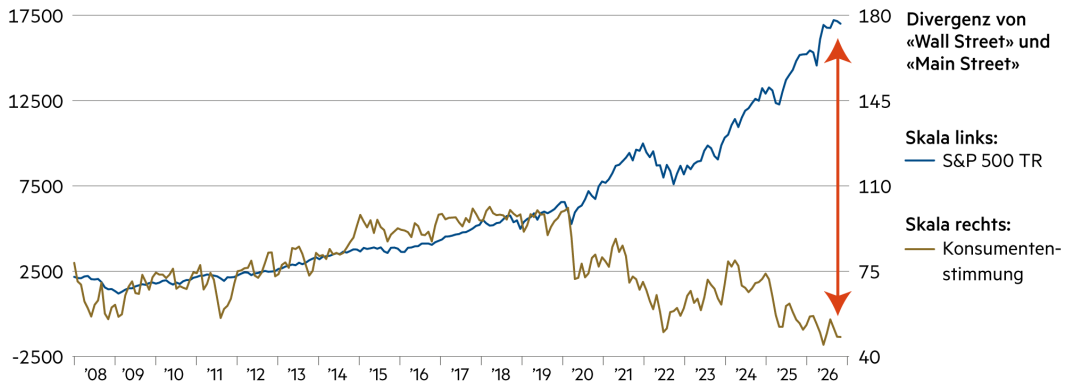
Investitionen in KI trugen bislang zu höheren Inputkosten bei, zeigten jedoch noch keine Anzeichen für eine Disinflation oder strukturelle Produktivitätsgewinne. Deswegen sollte der künftige wirtschaftliche Beitrag jedoch nicht unterschätzt werden. In der Token-Ökonomie gibt es extreme Geschwindigkeitsverbesserungen und Kostensenkungen. Das Tempo der KI-Einführung und der KI-Durchdringung in verschiedensten Branchen und Märkten wird die weltwirtschaftliche Produktion und den Konsum inskünftig zweifelsohne noch viel stärker als bisher vermutet umwälzen.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Der Einkaufsmanagerindex liegt mit 55.3 Punkten (September) im siebten Monat in Folge über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten.
Eurozone, Europa	↗	↗	In Europa stehen wachsende Inflationsrisiken Abwärtsrisiken beim Wachstum gegenüber. Gewerkschaftlich induzierte Zweitrundeneffekte prägen die Geldpolitik.
USA	↗	↗	Das BIP wuchs im ersten Halbjahr (+2.5%) weniger als im dritten Quartal (+3.0%). Die Investitionen («KI-Boom») haben dabei einen so grossen Anteil wie nie zuvor.
Rest der Welt	↗	↗	China handelt in einzelnen Branchen strategisch weitsichtig. Kurzsichtig dagegen erscheint der europäische Schutz der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit.

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

Liquidität, Währung

Die K-Ökonomie wird sichtbarer



Die Divergenz zwischen Wall Street und Main Street von 2008 bis 2026 (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Für die Wall Street steht symbolisch der breite S&P 500 Aktienindex, während für die Main Street das Konsumentenvertrauen als wichtigstes Signal gilt. Die Entkoppelung war noch nie so gross wie jüngst, und das bringt auch politische Auswirkungen mit sich. Das Phänomen der K-Ökonomie ist in den USA wohl am ausgeprägtesten, doch im Kern sind vergleichbare Tendenzen in vielen hochentwickelten Volkswirtschaften zu beobachten und prägen auch die Währungen.

Die K-Ökonomie beschreibt eine strukturelle Ungleichheit in der Wirtschaftsentwicklung, in der sich die Lage von hohen Einkommen und grossen Unternehmen verbessert, während niedrige Einkommen und kleine Firmen gleichzeitig zurückfallen. Der Begriff steht für zwei auseinanderlaufende Entwicklungspfade – wie die beiden Äste des Buchstabens «K».

Der S&P 500 Index ist seit der Covid-Pandemie im Jahr 2020 in neue Sphären enteilt und befindet sich derzeit nur 3% unter seinem Allzeithoch. Davon profitierten vor allem hochqualifizierte Arbeitskräfte, Tech-Konzerne und deren Aktionäre, d. h. private Haushalte mit viel Vermögen. Kapitalstarke Unternehmen sind auch von steigenden Zinsen kaum betroffen und zählen deshalb zum oberen Ast.

Im selben Zeitraum ist die Konsumentenstimmung, gemessen am breit anerkannten University of Michigan Sentiment Index, um über 50% auf 48 Punkte gesunken. Das entspricht dem tiefsten Niveau in der Geschichte dieses Index.

Die Konsumentenstimmung wird repräsentativ gemessen. In der breiten Bevölkerung, gewissermassen mit dem Lebensmittelpunkt der Main Street in irgendeinem Städtchen in den USA, gibt es viele Haushalte mit einem mittleren und niedrigeren Einkommen. Sie gehen häufig arbeitsintensiven Tätigkeiten nach und sind Preisveränderungen (+13% Inflation seit Dezember 2022) stärker ausgesetzt. Erst erfuhren sie durch Covid Einschränkungen, danach erfuhren sie starke Preiserhöhungen. Die untere Hälfte der Haushalte hält nur gerade 0.6% aller Aktien, die obersten 10% halten 88.1%. Dort spürt man das Aktienhoch sehr stark.

Steigende Lebenshaltungskosten für Wohnen, Lebensmittel, Autofahren, Bildung, Krankenkassen, Versicherungen, Restaurants und Reisen führten die Preise auf ein noch nie erfahrenes Niveau. Kommt hinzu, dass die Löhne nicht mit der Inflation Schritt hielten und die Stimmung in kleineren Geschäften und bei den «normalen» Leuten pessimistischer wurde.

Steigende Kurse dagegen hoben die Stimmung bei den Top-Haushalten an. Die einkommensstärksten 10% konsumieren inzwischen 50% aller Güter und Dienstleistungen in den USA. Die restlichen 90% teilen sich die andere Hälfte. Solange die obersten Einkommens- und Vermögensgruppen genug konsumieren, investieren und Vermögenspreise hochhalten, bleibt der Eindruck einer resilienten Wirtschaft bestehen.

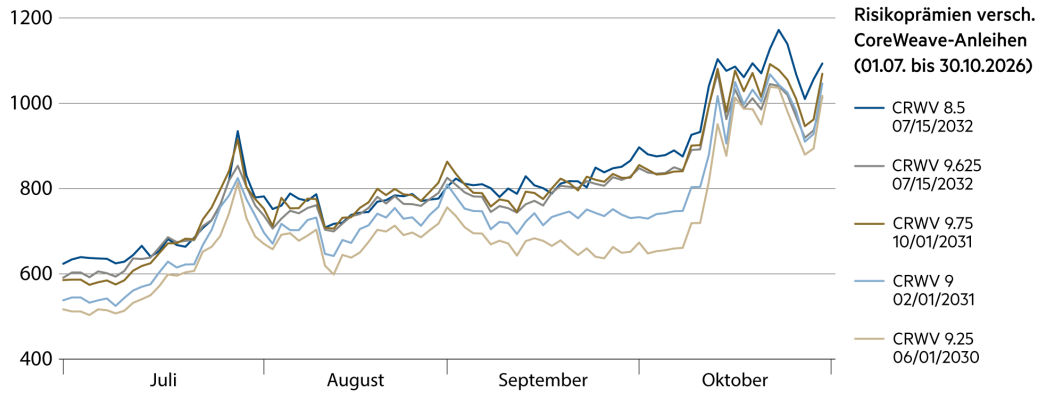
Doch gibt es da inzwischen wachsende Bruchstellen und tiefe Risse. Diese umfassen plötzlich auch bekannte Unternehmen wie HomeDepot (-4% seit Jahresbeginn), Chipotle Mexican Grill (-14%), McDonald's (-16%) und Nike (-38%). Weil auf der Main Street das Geld nicht mehr locker ausgegeben werden kann. Die Erschwinglichkeit (engl. «affordability») ist zu einem zentralen gesellschaftlichen Thema geworden. Unklar bleibt, wie lange die Zweiteilung andauern kann. Die Spreizung zwischen Gewinnern und Verlierern sorgt auch zunehmend für gesellschaftliche Spannungen.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Saron-Swaps liegen Ende Oktober bis 6 Monate leicht im Minus. Bei 1 Jahr (+0.1%) klar tiefer als bei 3 Jahren (+0.4%) und 10 Jahren (+0.7%).
Euro / Schweizer Franken	→	→	Mit 0.92 zeigt sich der Euro gegenüber dem Vorjahr unverändert. In den letzten 12 Monaten schwankte er zwischen 0.90 (März 26) und 0.95 (September 26).
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Sollte der Verbraucher-Pessimismus in einen «Konsumstreik» münden, wird sich der Dollar rascher abschwächen als es gegenwärtig erwartet wird.
Euro / US-Dollar	→	↗	Die rekordniedrige Verbraucherstimmung könnte ein Indikator für eine starke Aktienmarkt- und Währungsentwicklung (USD) in den nächsten 12 Monaten sein.

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

Anleihen

Steigende Nervosität auf den Kreditmärkten



Die Entwicklung der Risikoprämien der Anleihen von CoreWeave 01.07. bis 30.10.26 (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Während sich die Aktienmärkte immer noch in Tuchfühlung mit ihren Allzeithochs befinden, signalisieren die Kreditmärkte Probleme im Jahr 2027. Beispielhaft für die Divergenz zwischen der relativ positiven Stimmung am Aktienmarkt und den traditionell stark skeptischen Kreditmärkten sind Unternehmen wie SpaceX und CoreWeave. Das sind keineswegs die einzigen KI-bezogenen Unternehmen, bei denen der Cashflow negativ ist, obwohl die Umsätze stark steigen.

CoreWeave ist ein beispielhafter Anbieter von extrem leistungsfähigen Data Center, die mit den modernsten Nvidia-Chips ausgestattet sind. Dies erfordert einen extrem hohen Mitteleinsatz, der in den vergangenen Quartalen zunehmend über die Kreditmärkte finanziert wurde. Das Unternehmen konnte noch Mitte Jahr im kurz- bis mittelfristigen Bereich Anleihen mit Kreditrisikoprämien von rund 250 bis 400 Basispunkten über den laufzeitanalogen Staatsanleihen emittieren. Doch mittlerweile verfügt das Unternehmen nur noch über rund 5.5 Mrd. Dollar Barmittel und dafür über Schulden von mehr als 50 Mrd. Dollar.

Im dritten Quartal wurden die globalen Kreditmärkte mit KI-bezogenen Schulden geflutet, doch mit zunehmender Skepsis über die Monetarisierung der KI-Geschäftsmodelle konzentrierten sich die Investoren auf die allerbesten Schuldner. Für CoreWeave verschlimmerten sich die Rahmenbedingungen auf den Kreditmärkten innert weniger Wochen. Die Kreditrisikoprämien stiegen in die «rote» Zone hinauf, wo ein erhebliches Ausfallrisiko besteht. Die 2031 fällige Anleihe rentiert zuletzt hohe 15%, wobei die Ausfallwahrscheinlichkeit auf über 50% gestiegen ist.

Das bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls in den kommenden fünf Jahren höher liegt als bei einem Münzwurf. Das sind definitiv keine Anleihen, die man im Depot haben will. Deshalb bringen die Kreditmärkte – und nicht die zukünftigen Kundenaufträge – das Wachstum von diversen KI-bezogenen Unternehmen zu einem Stopp. Ohne Kapital lässt sich der Bau weiterer Data Center nicht ausführen. Ein Baustopp sorgt für eine Kettenreaktion in der Bau-, Energie- und Chip-Industrie.

Dass die Kreditmärkte skeptischer sind als die Aktienmärkte, ist nicht neu. Aber die Skepsis ergreift mittlerweile auch grosse Hyperscaler wie Alphabet, Amazon und Softbank und auch das Weltraum- und KI-Unternehmen SpaceX. Letztere emittierte noch im Sommer Anleihen, die inzwischen – vier Monate später – zu etwa 85% des Nominalwerts gehandelt werden.

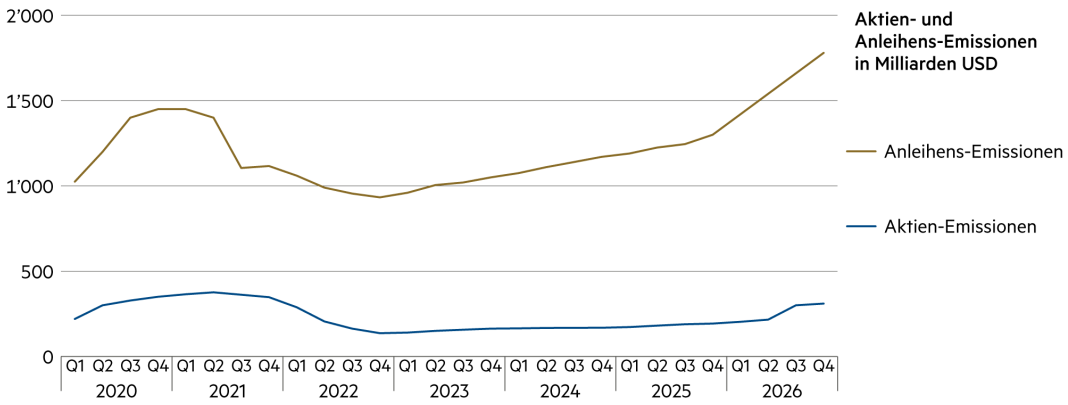
Erwähnt werden muss, dass die langfristigen Schulden in der Bilanz nicht den Kern der KI-bezogenen Schuldenproblematik bilden. Vielmehr sind es die ausserbilanziellen Verpflichtungen, die sich hochtürmen. Meta, die Konzernmutter von Facebook und Instagram, präzisierte kürzlich, dass für das Geschäftsjahr 2026 Investitionsausgaben in einer Spanne von 135 bis 145 Mrd. Dollar getätigt würden. Der freie Cashflow ist negativ und in der Bilanz sind 60 Mrd. Dollar Schulden ausgewiesen. Die ausserbilanziellen Verpflichtungen betragen inzwischen aussergewöhnlich hohe 420 Mrd. Dollar. Das sind Dimensionen, über die man nicht hinwegsehen sollte. Der Stress an den Kreditmärkten dürfte jedenfalls eher zunehmen als nachlassen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	↘	Die unablässige Schuldenaufnahme der KI-Unternehmen trieb zuletzt die Kosten entlang der gesamten Zinskurve und bei den Kreditrisikoprämien in die Höhe.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Unternehmen wie Oracle und CoreWeave handeln bereits wie Sub-Investment-Grade Anleihen. Das gleiche Schicksal erlitten auch die Anleihen Frankreichs.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Es handelt sich um ein eher kleines, gegenwärtig attraktives Segment, da die Zinsrisiken moderat sind und sich mit Kreditrisikoprämien Rendite erzielen lassen.

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

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Anleihensemissionen dominieren die Emissionsmärkte



Aktien- und Anleihens-Emissionen in Milliarden USD; rollender 12-Monats-Durchschnitt (Quelle: Bloomberg L.P., Fidelity Investments | Grafik: Zugerberg Finanz)

Weil wir bei den Zugerberg Anleihenslösungen auf Unternehmensanleihen fokussieren, werden wir immer wieder gefragt, ob genügend Auswahlmöglichkeiten zur Verfügung stünden. Deshalb widmen wir uns diesmal dieser Thematik. Allein an der Emissionstätigkeit von Aktien und Anleihen in den vergangenen Jahren sieht man deutlich, dass die Unternehmen wesentlich mehr Anleihen als Aktien emittieren. Der steile Anstieg in den letzten zwei Jahren ist auf den Kapitalbedarf von Hyperscalern wie Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta und Oracle zurückzuführen.

Der rasante Ausbau der KI-Infrastruktur erhöhte den Finanzierungsbedarf der Hyperscaler massiv, was zu einem starken Anstieg der Emissionen von Unternehmensanleihen mit einem «Investment Grade» Rating in allen möglichen Währungen führte. Auch Emittenten mit niedrigerem Rating haben die Kreditmärkte in Anspruch genommen, um KI-bezogene Investitionen zu finanzieren, wodurch sich die KI-Exposition auch im «High Yield» Markt erhöhte. Im Jahr 2026 sind es leicht mehr als 20% des gesamten Anleihensvolumens, das von Hyperscalern und KI-bezogenen Schuldnern beansprucht wurde. Im kommenden Jahr dürfte dieser Anteil weiter zunehmen und dadurch den passiven Anleihens-ETFs im Kern den Charakter eines KI-Finanzierungskanals aufdrücken.

In jüngster Zeit veranlassten die gestiegene Nachfrage und der Anstieg der Obligationenrenditen die Unternehmen auch dazu, Aktienemissionen in Betracht zu ziehen, um die umfangreiche Pipeline an Investitionsausgaben zu finanzieren. Alphabet und Meta emittierten stimmrechtslose Aktien, um die Data Center Expansion zu finanzieren, mit der Vorstellung, diese Verwässerung der bisherigen Aktionäre ab 2030 – in einer Periode mit positiven Cashflows – wieder rückgängig zu machen.

Die Kreditkennzahlen der Hyperscaler verschlechterten sich unter der Last der Investitionsausgaben – allerdings ausgehend von einer Position beträchtlicher Stärke. Wir interpretieren die jüngste Ausweitung der Spreads als vorwiegend durch technische Faktoren bedingt: Eine unaufhörliche Flut neuer Emissionen Transaktionen, die häufiger und in grösserem Umfang stattfinden und unvorhersehbare Emissionszeitpunkte, verbunden mit Investitionsplänen, die stetig steigen. Die Anzeichen dafür, dass sich KI-Investitionen rasch monetarisieren lassen, bleiben gering.

Die ausserbilanziellen Schulden dagegen wachsen rasant. Wir schätzen, dass Anleihen der Hyperscaler in diesem Jahr über 70% der KI-Schulden ausmachen werden, doch für die Zukunft erwarten wir, dass die ausserbilanzielle Finanzierung von Rechenzentren und Chips einen noch grösseren Anteil einnehmen wird. Dieses Segment könnte bis 2028 stark anwachsen, und schliesslich die Mehrheit der gesamten ausstehenden KI-Schulden ausmachen.

KI-bezogene Schuldtitel machen einen immer grösseren und komplexeren Teil der öffentlichen und auch der privaten Kreditmärkte aus. Ihr Volumen dürfte nach Einschätzung von GoldmanSachs bis in zwei Jahren bereits 2'000'000'000'000 Dollar erreichen. Für uns ist deshalb wichtig, dass wir den Fokus vom Umfang der Emissionen (grössere Emissionen gelten typischerweise als liquider) hin zur Qualität der Struktur verlagern: Um welche Art von Schuldtiteln handelt es sich genau, was sichert die Rückzahlung ab, und wie liquide und widerstandsfähig werden sie in Stresssituationen sein?

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2026 (seit Jahresbeginn)	-2.1%	-0.8 %
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-8.4% (-1.0 %)	+37.8% (+2.3 %)
Anteil positiver Renditemonate	57%	67%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	112 BP (+8 BP)	380 BP (+31BP)
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 solide Renditen

Merkmal	Kotierte Immobilien-aktien (SIX)	Kotierte Immobilien-fonds (SIX)	Nicht kotierte Immobilien-fonds	Anlage-stiftungen (KGAST)
Anzahl Titel	ca. 17	ca. 47	ca. 13	ca. 48
Marktkapitalisierung	> CHF 29 Mrd.	> CHF 82 Mrd.	> CHF 12 Mrd.	> CHF 87 Mrd.
Ø Fremdfinanzierung	ca. 38%	ca. 24%	ca. 21%	ca. 9%
Sektorfokus	Tendenziell kommerziell	Tendenziell Wohnen	Gemischt	Tendenziell Wohnen

Das Anlageuniversum im Bereich der indirekten Immobilien in der Schweiz (Quelle: SIX, KGAST, UBS | Tabelle: Zugerberg Finanz)

Die Zinsen auf eidgenössischen Anleihen bleiben weiterhin tief. Umso interessanter sind deshalb Renditeanlagen in Schweizer Immobilien. Dazu gibt es nebst Direktanlagen verschiedene Wege. Kotierte Immobilienaktien haben zusammen eine Marktkapitalisierung von über 29 Milliarden Franken. Immobilienfonds gibt es im Umfang von etwa 94 Milliarden Franken. Und den steuerbefreiten Vorsorgeeinrichtungen stehen zudem noch Anlagestiftungen im Umfang von mehr als 87 Milliarden Franken zur Verfügung.

In der Schweiz befinden sich viele Immobilien-Fonds und -Anlagestiftungen weiterhin im Aufbau ihrer Portfolios. Sie nehmen frisches Kapital auf, um ihr Bestandsportfolio zu erweitern. Häufig handelt es sich dabei gleich um dreistellige Millionenbeträge. Grossmehrheitlich werden sie in den Ausbau von qualitativ hochwertigen Immobilien im grossstädtischen Raum investiert. Vermehrt werden auch gute suburbane Räume gesucht.

Die Hauptthematik ist natürlich, dass es sich um eine solide Anlageklasse in der Schweiz handelt. Die Nullzinspolitik der Schweizerischen Nationalbank und die mageren Renditeperspektiven auf zehnjährigen Eidgenossenanleihen (0.4%) stützen die Nachfrage nach Immobilien. Der IAZI Investment Real Estate Price Index für Renditeliegenschaften mit Wohn- und gemischter Nutzung stieg im 3. Quartal 2026 um 1.4% gegenüber dem Vorquartal.

Tiefe Finanzierungskosten, tiefe Inflationserwartungen, günstige Zinsprognosen und aktuell eher hohe BIP-Wachstumsraten in der Schweiz sorgen für erfreuliche Rahmenbedingungen für Immobilienanlagen. Während SARON-Hypotheken ab 0.8% erhältlich sind, verteuerten sich 10-jährige Festhypotheken auf rund 2.0%. Für Neu- und Renovationsbauten bleibt vorteilhaft, dass sich der nominelle Bauindex SBV in den vergangenen drei Jahren kaum veränderte. Einzig das Bauland wurde wesentlich teurer.

Was die Schweiz vom umliegenden Ausland unterscheidet, ist ihre liberale Rechtsordnung. Die Vergesellschaftung privaten Eigentums, wie sie derzeit in Berlin verfolgt wird, widerspricht dem liberalen und humanen Geist der Aufklärung, welche den Schutz des Eigentums als obersten Wert der Rechtsordnung erklärt. Wir erleben derzeit gerade, dass der Staat nur mit Mühe eine Eigentumsordnung zu garantieren vermag, wenn Plünderer und Diebe sich in den Städten breit machen. Eigentum bleibt die wichtigste Triebfeder einer Marktwirtschaft. Nur dort, wo Eigentum garantiert wird, sind Menschen bereit, Kapital zu investieren und Arbeitsplätze zu schaffen.

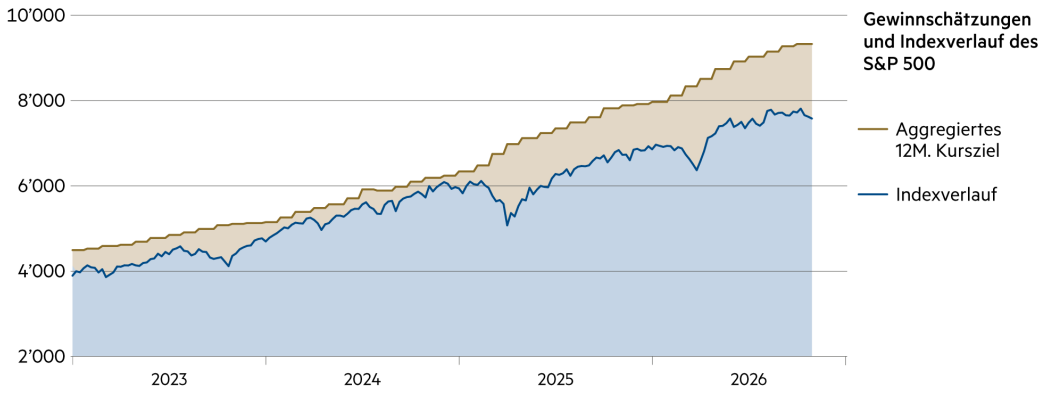
Die Vergesellschaftung löst kein Problem. Sie fördert das Kernproblem vielmehr, indem sie den Marktkräften die Triebfeder entzieht. Der allmähliche Verfall der enteigneten Wohnungen ist absehbar. Vergesellschaftungsexperimente in den DDR-Zeiten sind wenig erfolgreich verlaufen. Es scheint, als wolle Berlin aus der Vergangenheit nichts lernen. Jedenfalls sorgt nur schon die Rechtsunsicherheit dafür, dass in Deutschland kaum mehr investiert wird. Überall verbreitet sich kollektivistisches Gedankengut; mal ist von Verstaatlichung, mal von Enteignung die Rede. Im Finanzdeutsch würde man sagen, das Sentiment für Immobilienanlagen in Deutschland und Frankreich, Italien und Grossbritannien ist nicht gerade günstig.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→↗	↗	Die indirekten Schweizer Immobilienanlagen im Index (SWIIT) weisen eine Ausschüttungsrendite von lediglich 2.4% aus. Das Agio zum NAV liegt bei 28.2%.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↗	↗	Die durchschnittliche Ausschüttungsrendite in Schweizer Anlagestiftungen mit dem Charakter «Geschäft» liegt bei 3.2% bei einer Fremdkapitalquote von 13.1%.
Immobilienfonds CH	→	→	Die Lex Koller Verschärfung lastet auf den Immobilienfonds. Die Indizes SWIIT (-2.0%) und CHREF (-1.7%) liegen mit ihrer Gesamtrendite weiterhin im Minus.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	In der KI-Ausverkaufsphase trugen die Infrastruktur-Aktien wesentlich zur Stabilisierung resp. Wertsteigerung der Portfolios bei.

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

Aktien

Der Gewinnwachstumstrend bleibt positiv



S&P 500: Gewinnschätzungen und Indexverlauf in den letzten 3 Jahren (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der grösste Teil der Berichtssaison zum dritten Quartal liegt hinter uns. Bei der Marktkapitalisierung dominieren Tech-Unternehmen, und die meisten hängen in der einen oder anderen Form mit KI zusammen. Wie jede Technologiewelle wird auch KI unser (Wirtschafts-)Leben prägend verändern. Deshalb können sich die Kurse von den tatsächlichen Gewinnen dieser Unternehmen auch einmal entkoppeln. Übermässige Sorgen über einen unmittelbar bevorstehenden Zusammenbruch der KI-bezogenen Unternehmen beispielsweise im breiten S&P 500 Index halten wir für übertrieben. Daraus soll jedoch nicht einfach eine günstige Kaufgelegenheit («Buy the dip») abgeleitet werden. Vielmehr bleibt aus unserer Sicht in einem gesunden Portfolio eine gute Diversifikation über diverse Branchen wichtig.

Im KI-Bereich nähern wir uns zweifelsohne wichtigen Quartalen. Die zunehmenden Investitionen sorgen für negative Cashflows bei Grossunternehmen wie Microsoft, Alphabet, Amazon und Meta und übrigens auch für spürbar geringere Steuereinnahmen in den jeweiligen Staaten, in denen Data Center errichtet werden. Auch sollte man bedenken, dass Unternehmen wie OpenAI und Anthropic überhaupt noch nie profitabel waren. Soll man – und in welcher Höhe – diesen Unternehmen Eigenkapital (Aktien) oder Fremdkapital (Anleihen) zur Verfügung stellen?

Die Anbieter von Rechenleistungen erfreuen sich einer explodierenden Token-Nutzung. Allerdings beobachten wir auch besorgte Finanzchefs über ausufernde IT-Ausgaben. Zudem lässt sich auch eine implodierende Token-Preisentwicklung feststellen. Der Wettbewerb um KI-Kunden wird äusserst intensiv geführt. Und westliche Unternehmen müssen auch in diesem Markt mit den weitaus niedrigeren Preisen in chinesischen Rechenmodellen konkurrieren.

Jedenfalls vermochten die Gewinne der Megacap-Unternehmen die Anleger nicht von einer raschen Erholung im KI-Bereich zu überzeugen. Der Markt ist allerdings auch in Bezug auf KI-Investitionen schwer zufriedenzustellen. Es beunruhigt, wenn Unternehmen wie Softbank ihre Ausgaben erhöhen und es beunruhigt, wenn sie sie wie Tesla reduzieren. Im gegenwärtigen Umfeld ist es kommunikativ fast unmöglich, die «richtige Balance» zu finden.

Nach der rasanten Kursrallye dieses Jahres stellten sich vermehrt Fragen nach überzogenen Bewertungen und dem Risiko einer Blase. KI-Geschichten zu erzählen ist vorbei, KI zu monetarisieren gelingt derzeit immer noch nur wenigen Unternehmen. Skalierungseffekte, die vor wenigen Jahren unmöglich schienen, lassen allerdings neue Vorstellungen über zukünftige Gewinne zu.

In der Versicherungsbranche wird man bis zu 50% des Personals durch KI ersetzen können, bei Banken sind Steigerungen der Produktivität von bis zu 40% in wenigen Jahren absehbar. In der Transportbranche zeigen gegenwärtig Kühne+Nagel sowie DSV auf, wie sich mit KI-gestützter Automatisierung beispielsweise die Lagerbewirtschaftung massiv verbessert sowie die grossen Datenmengen in der Rechnungs- und Zollabwicklung viel schneller verarbeitet werden können. Letztlich lassen sich durch das Skalierungspotenzial massive Produktivitätssteigerungen der Mitarbeitenden und damit die langfristige Gewinnkraft erhöhen. Auch im Gesundheitswesen lässt sich KI-gestützt vieles verbessern, weshalb es falsch wäre, an den Kapitalmärkten nur über einen verengten KI-Blick zu verfügen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Der Oktober zeigte, wie attraktiv Schweizer Aktien in einem Umfeld sein können, das im «Abverkauf von KI-Aktien» nach günstigen Gelegenheiten suchte.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Europäische Staaten scheinen die Kontrolle über ihren Rechtsstaat zu verlieren. Deshalb leiden Aktien nicht nur in Frankreich zunehmend unter einer Risikoprämie.
Aktien USA	↗	↗	Bruchlinien und Risse zeigten sich teilweise in der KI-Wertschöpfungskette, doch die wichtigsten Monate der grossen Abrechnung stehen den Märkten erst bevor.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Chinesische Aktien befinden sich nach einer mehr als 20%-Minus-Bewegung in vier Monaten in einem Bärenmarkt. Der Staat ordnete Käufe zur Stabilisierung an.

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

Alternative Anlagen

Die Risiken nehmen zu



Bildquelle: stock.adobe.com (KI-generiert)

Der Sommer 2026 war von Trockenheit und Hitze geprägt, aber auch von Schadensereignissen (Hagel, Überschwemmungen), welche mit demselben Klima zu tun haben. Die Häufigkeit von Extremwetter dürfte aktuellen Klimamodellen zufolge in den kommenden Jahren in Europa eher zu- als abnehmen. Der Sturm in der Schweiz (August 2026) mit bis zu fünf Zentimeter dicken Hagelkörnern verursachte Schäden von über 1.7 Milliarden Franken. Gewaltig war auch das Schadensausmass der heftigen Regenfälle in Ostspanien (Oktober 2026), wo bis zu 700 Liter Regen pro Quadratmeter in 24 Stunden fielen.

Extremwetter werde in Europa zunehmend ein Treiber von Katastrophenereignissen, beobachtet der Rückversicherer Swiss Re. Die extreme Hitze und Trockenheit können auch vermehrt zu Waldbränden führen und vor allem die Energieversorgung, die Infrastruktur und schliesslich auch die Wirtschaft beeinträchtigen. Die Schäden aus Naturkatastrophen hätten im dicht besiedelten Europa seit 1980 im Durchschnitt um 5% pro Jahr zugenommen.

Das ist insofern für die Versicherungswirtschaft relevant, weil man stets glaubte, die Hurrikansaison in den USA sei das schlimmste Ereignis. Doch auch wenn in einem Jahr 2026 die USA von einem heftigen Schaden durch Hurrikane verschont bleiben, bedeutet dies nicht automatisch ein ruhigeres Katastrophenumfeld.

Zum sechsten Mal in Folge überstiegen die weltweit versicherten Katastrophenschäden bereits im vergangenen Jahr die 100 Milliarden Dollar Marke. Massgeblich verantwortlich waren dabei nicht einzelne Grossereignisse wie Hurrikane oder Erdbeben. Stattdessen sorgten Rekordschäden durch Waldbrände sowie zahlreiche schwere Gewitter mit Hagel-, Sturm- und Tornadoschäden für hohe Belastungen der Versicherungswirtschaft.

Ein Jahrhundert, nachdem der grosse Miami-Hurrikan eine rasant wachsende Stadt heimgesucht hatte, hat sich das Hurrikanrisiko in Florida durch 100 Jahre Bevölkerungs- und Immobilienwachstum und durch die höheren Baukosten grundlegend verändert. Swiss Re schätzt, dass ein Hurrikan der Kategorie 5, der Miami oder Tampa Bay trifft, versicherte Schäden in Höhe von 300 Milliarden Dollar oder mehr verursachen könnte. Das würde einen der grössten versicherten Schäden durch ein einzelnes Ereignis darstellen, mit denen die Branche auch nach der diesjährigen, rekordruhigen Hurrikansaison immer noch rechnet.

Das Potenzial für schwere Hurrikanschäden erstreckt sich jedoch über diese Standorte hinaus: Landgänge in anderen Teilen Floridas oder Szenarien mit mehreren Landgängen könnten ebenfalls Schäden von weit über 100 Milliarden Dollar verursachen. Die Region ist auf den globalen Rückversicherungsmarkt und alternative Kapazitäten angewiesen, um Schäden aus solchen Tail-Risk-Ereignissen aufzufangen. Interessant bleiben deshalb auch gut positionierte Katastrophenbond-Fonds. Auf dem Markt gibt es defensive und dynamische Lösungen, wobei die Selektivität (solide Modellierung, diszipliniertes Akkumulationsmanagement und wirksame Massnahmen zur Risikominderung) eine entscheidende Rolle spielt. Im Ausblick 2027 wird eine «normale» Saison erwartet, allerdings bei weiterhin sinkenden Prämien, was auch die Rückversicherer wie Swiss Re spüren.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗↘	→	Die Energiemärkte erschweren die Inflationsbekämpfung, solange sich die Ölpreise (Brent, WTI) deutlich über der Marke von 100 USD bewegen.
Gold, Edelmetalle	→↗	↗	Die Korrektur ist eine Chance, das Gold in seiner Rolle als Absicherung gegen Inflationsunsicherheit und gegen geopolitische Risiken zu stärken.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	ILS werden in unseren Freizügigkeitslösungen als Teil der Diversifikation eingesetzt. Sie sind aufgrund ihrer geringen Korrelation ein attraktiver Baustein.
Private Equity	→	↗	Insbesondere Infrastrukturfonds bleiben unter den Privatmarktanlagen beliebt. Sie sorgen für eine Diversifikation für risikobewusste, Cashflow-orientierte Anleger.

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

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)		Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)				
Aktien		**31.10.2026**	**10/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
SMI	CHF	14'810.7	+7.1%	+11.6%	+14.4%	+4.2%	+3.8%
SPI	CHF	20'847.0	+6.3%	+14.4%	+17.8%	+6.2%	+6.1%
DAX	EUR	25'818.2	−0.5%	+4.2%	+21.6%	+20.4%	+13.1%
CAC 40	EUR	7'969.4	−2.9%	−3.5%	+9.4%	−1.0%	+9.6%
FTSE MIB	EUR	49'501.0	−6.5%	+8.9%	+30.0%	+14.1%	+20.4%
FTSE 100	GBP	10'729.8	+0.8%	+11.7%	+14.1%	+12.1%	−0.3%
EuroStoxx50	EUR	6'131.3	−5.1%	+4.5%	+17.3%	+9.6%	+12.1%
Dow Jones	USD	51'770.3	+0.4%	+11.9%	−1.3%	+22.1%	+3.5%
S&P 500	USD	7'580.1	−2.2%	+15.0%	+1.7%	+33.4%	+13.1%
Nasdaq Composite	USD	25'437.0	−6.5%	+13.7%	+5.2%	+39.2%	+30.6%
Nikkei 225	JPY	63'290.1	−6.5%	+30.1%	+10.9%	+15.2%	+8.6%
Sensex	INR	74'459.5	+2.5%	−14.1%	−9.3%	+13.8%	+7.4%
MSCI World	USD	4'862.4	−2.1%	+14.0%	+4.4%	+26.6%	+10.8%
MSCI EM	USD	1'566.6	−9.3%	+15.9%	+14.1%	+13.6%	−2.6%
Obligationen (gemischt)		**31.10.2026**	**10/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	146.7	+1.3%	−3.3%	−1.0%	−1.4%	+2.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	180.5	+1.3%	−3.7%	+2.5%	−0.8%	+4.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	369.2	−0.3%	−2.7%	+5.4%	+6.1%	+8.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	277.6	+0.9%	−3.6%	+5.9%	+2.4%	+4.5%
Staatsobligationen		**31.10.2026**	**10/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
SBI Dom Gov	CHF	184.9	+1.2%	−0.8%	−0.2%	+4.0%	+12.5%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	133.2	+2.0%	−3.9%	+1.7%	−3.8%	−0.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	169.3	+0.8%	−4.3%	−1.8%	−0.8%	+4.8%
Unternehmensobligationen		**31.10.2026**	**10/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	192.5	+0.5%	+0.1%	+0.7%	+5.1%	+5.7%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.3	+1.8%	−4.5%	+3.1%	−2.4%	+3.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	612.7	−0.1%	−3.1%	+4.0%	+3.7%	+8.5%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	164.7	+0.5%	−2.5%	+0.7%	+2.0%	+5.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	302.3	−1.2%	−2.9%	+2.8%	+5.4%	+9.8%
Alternative Anlagen		**31.10.2026**	**10/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
Gold Spot CHF/kg	CHF	102'769.5	−8.0%	−6.6%	+43.8%	+36.0%	+0.8%
Commodity Index	USD	141.2	−1.7%	+33.7%	−2.9%	+8.3%	−20.4%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'931.3	+1.5%	−1.7%	+9.9%	+16.0%	+5.4%
Währungen		**31.10.2026**	**10/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
US−Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8250	−1.3%	+4.1%	−12.8%	+7.8%	−9.0%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9204	−2.8%	−1.1%	−1.0%	+1.2%	−6.1%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5235	−1.4%	+3.5%	−12.1%	−3.4%	−15.4%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1048	−0.4%	+3.5%	−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 31.10.2026; Wirtschaftsdaten per 31.10.2026; Wirtschaftsprognosen vom 31.10.2026; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.