



Oberägeri, Kanton Zug, Schweiz (Foto: Andreas Busslinger)

Der erfreuliche Ausblick auf Wirtschaft und Finanzmärkte

Nach einer Phase mit hohen Inflationsraten, zahlreichen handelspolitischen Herausforderungen und einem tiefen Wachstum gewinnt die wirtschaftliche Dynamik in Europa an Kraft. Fiskalische Impulse sorgen für mehr Sicherheit und eine verbesserte Infrastruktur. Es gibt sogar Hoffnung auf einen Frieden in der Ukraine, was einen weiteren Impuls auslösen würde. Erfreulich ist, dass der Ausblick auf reales Wachstum mit moderaten Bewertungen auf den europäischen Kapitalmärkten einhergeht. Dies erstaunt umso mehr, als die jüngsten Analystenschätzungen von Gewinnzuwächsen zwischen 15% bis 25% kumuliert in den kommenden zwei Jahren in Europa ausgehen.

Der Weltanleihensindex (+1.0% in CHF) wie auch der schweizbezogene Swiss Bond Index (+0.9%) legten seit Jahresbeginn leicht zu.

Positive Performance im November

Die Portfolios legten im November erneut zu. In den risikoarmen Strategien (Revo1, Revo2) kam es zu einem leichten Zuwachs von rund +0.6%, während in den aktienbetonten Strategien der Zuwachs deutlicher zu spüren war (Revo5 +1.1%). Technologieaktien wie Amazon und Microsoft (je -5%), SAP (-7%) sowie Nvidia (-13%) verzeichneten im November einen Rückgang, ebenso der Bitcoin ETF (-17%).

Dagegen stiegen zahlreiche dividendenstarke Aktien. Das führte dazu, dass die Dividenden-Strategien ihre Performance im November am deutlichsten zu steigern vermochten und mittlerweile wieder zweistellig in der Gewinnzone seit Jahresbeginn liegen (RevoDividenden +10.7%, RDividenden +11.7%). Das ist umso bemerkenswerter, weil die Performance des Weltaktienindex (+5.7% in CHF)

Unsere Zugerberg-Anleihenlösungen liegen nach elf Monaten deutlich über diesen Messlatten. Aber die entscheidenden Performancetreiber waren die Anlagen in Aktien, Immobilien und Infrastruktur. Charakteristisch für diese drei Anlageklassen und deren Gesamtrenditen nach elf Monaten sind die Aktien von Nestlé (+10%), PSP Swiss Property und Flughafen Zürich (je +13%).

Anleihen dürften auch im kommenden Jahr weniger zur Gesamtrendite beitragen. Ihre Rechtfertigung besteht darin, weniger risikotolerante Portfolios durch Nominalwerte mit geringeren Schwankungsrisiken zu versehen. In einer real wachsenden Weltwirtschaft ist allerdings nicht zu übersehen, dass längerfristig die attraktivsten Renditen in Realanlagen locken.

deutlich tiefer liegt.

In den Zugerberg 3a Vorsorge- sowie in den Zugerberg Freizügigkeitslösungen verlief die Entwicklung der Performance praktisch gleich. Bei der dividendenbetonten Strategie war ein brillanter Monat von Roche (+19%) zu verzeichnen. Doch auch sonst legen wir Wert auf eine hohe Qualität, überzeugende Geschäftsmodelle und steigende, freie Cashflows.

Da vermochten im November Versicherungen wie Allianz (+7%) und Helvetia (+6%) sowie baubezogene Unternehmen wie Geberit (+7%) und Holcim (+6%) zu überzeugen. Novartis (+5%) bewegte sich zuletzt praktisch wieder beim Allzeithoch und Infrastrukturunternehmen wie Engie (+8%) und Vinci (+7%) trugen ebenfalls zur starken Performance bei.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	November 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	+0.6% 	+1.8% 
Zugerberg Finanz R2	+0.6% 	+2.5% 
Zugerberg Finanz R3	+0.9% 	+3.4% 
Zugerberg Finanz R4	+0.8% 	+3.6% 
Zugerberg Finanz R5	+0.9% 	+3.6% 
Zugerberg Finanz RDividenden	+2.6% 	+11.7% 
Zugerberg Finanz Revo1	+0.6% 	+2.3% 
Zugerberg Finanz Revo2	+0.5% 	+2.8% 
Zugerberg Finanz Revo3	+0.7% 	+3.8% 
Zugerberg Finanz Revo4	+0.9% 	+4.3% 
Zugerberg Finanz Revo5	+1.1% 	+5.0% 
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+2.4% 	+10.7% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.5% 	+12.5% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.3% 	+15.0% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.1% 	+17.1% 

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	November 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.3% 	+1.0% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.5% 	+2.1% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.6% 	+2.7% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.7% 	+4.4% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.8% 	+4.3% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R5	+0.9% 	+3.6% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit RDividenden	+2.6% 	+11.7% 

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	November 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.6% 	+2.3% 
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.5% 	+2.8% 
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.7% 	+3.8% 
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.9% 	+4.3% 
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.1% 	+5.0% 
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+2.4% 	+10.7% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.5% 	+12.5% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.3% 	+15.0% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.1% 	+17.1% 

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

Makroökonomie

Widerstandsfähige Weltwirtschaft



(Bildquelle: stock.adobe.com)

Die Weltwirtschaft startet mit überraschender Widerstandsfähigkeit ins Jahr 2026. Die Wachstumsprognosen wurden vielenorts nach oben korrigiert – der Internationale Währungsfonds rechnet nun mit einem weltweiten Wachstum von 3.2% im Jahr 2025, das trotz anhaltender Handelskonflikte durch eine Erholung der Wirtschaftstätigkeit gestützt wird. In den einzelnen Regionen sind die Aussichten unterschiedlich. Europa gewinnt wieder an Dynamik und könnte – ohne Friedensszenario in der Ukraine – um je +1.6% in den kommenden zwei Jahren zulegen. Das Wachstum in den USA konvergiert mit jenem in Europa.

Trotz anhaltender Handelskonflikte erholt sich die globale Wirtschafts- und Handelsaktivität. Europa mit einem Bruttoinlandprodukt (BIP) von rund 26 Billionen Dollar gewinnt wieder an Dynamik, während das US-BIP mit 29 Billionen Dollar durch politische Gegenströmungen navigiert. Europa profitiert mittlerweile von einem stabilen Rechtsrahmen und einer umfassenden Neuausrichtung der Finanz- respektive Fiskalpolitik in Deutschland. Das wird das Wachstum beschleunigen, unterstützt durch höhere Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung. Der Gegenwind für das Wachstum Europas aufgrund der erhöhten Unsicherheit in der Handelspolitik, der im April 2025 kulminierte, dürfte weiter nachlassen. Die Unternehmen, die ihre Investitionen im Frühjahr zurückgestellt haben, dürften jetzt, da mehr Klarheit über die künftigen Handelsvereinbarungen herrscht, wieder stärker investieren.

Es wird immer wieder unterschätzt, dass Europa über mehr Akademiker verfügt als die USA oder China. Nicht umsonst arbeiten allein in Zürich knapp 6'000 Menschen für Google. Die in Europa vorhan-

dene Quantität von hochqualifizierten Arbeitskräften mit einem hohen Arbeitsethos ist für globale Unternehmen attraktiv. Auch deshalb wandelt sich Europa zu einem attraktiven Standort für Wagniskapital.

Die USA sehen sich dagegen mit einem komplexen makroökonomischen Umfeld konfrontiert, das durch neue politische Weichenstellungen wie Zölle und eine konjunkturrell unbegründet lockere Fiskalpolitik auszeichnet. Diese dürften den inländischen Inflationsdruck anheizen, dem die US-Zentralbank Federal Reserve (Fed) nicht unbedingt entgegenwirken wird, da sie sich derzeit stärker auf die Risiken am Arbeitsmarkt (4.4% Arbeitslosigkeit) konzentriert.

In Asien dürfte sich das Wachstum Chinas mit einem BIP von rund 19 Billionen Dollar weiter abschwächen, wobei die Regierung eher auf gezielte Konjunkturmassnahmen und Investitionen in die fortschrittliche Fertigung als auf den Konsum setzt. In der Automatisierung von Fabriken steht China weltweit an der Spitze und sorgt mit sinkenden Preisen ab Fabrik für einen anhaltenden Deflationsdruck. Dieser wird durch eine rege Exporttätigkeit ins Ausland übertragen.

Deflationär wirken auch die Rohstoffpreise. Die Rohöl-Notierungen verloren seit Jahresbeginn 13% in Dollar. Hinzu kommt die Abschwächung des Dollars, die gegenüber allen Währungen der Welt rund 8% beträgt. Somit sind die Rohstoffpreise in Lokalwährung vielenorts 20% tiefer und verbessern insbesondere in rohstoffimportierenden Ländern die Handelsbilanz massiv. Dies wiederum stärkt die wirtschaftlichen Aussichten insbesondere für Schwellenländer in den kommenden Quartalen und Jahren.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Aussenwirtschaftliche Unsicherheiten bleiben, doch im Zuge der konjunkturrellen Aufhellung in Europa dürfte die Schweizer Volkswirtschaft profitieren.
Eurozone, Europa	↗	↗	Die Inflation im Euroraum bewegt sich weiterhin auf dem tiefen Ziel-Niveau. Hoffnung macht man sich mehr aufgrund der fiskalischen Impulse aus Deutschland.
USA	↗	↗	Der Vermögenseffekt, der v. a. den US-Konsum durch reiche Haushalte antreibt, kann sich in einer Börsenflaute auch zu einem starken Gegenwind entwickeln.
Rest der Welt	↗	↗	Enttäuschende Industriedaten sowie Sorgen um den von rekordhohen Leerständen geprägten Immobilienmarkt lasten auf Chinas Wirtschaft.

Liquidität, Währung

Die neue Stabilität des Euro



Schweizer Franken Wechselkurse seit dem 1. Januar 2025 (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Schwankungen des Euros halten sich seit Jahresbeginn in einer engen Bandbreite zum Schweizer Franken. Die neue Stabilität kommt gelegen, denn sie kompensiert die Instabilität und zunehmende Volatilität des Dollars. Letzteres hängt mit zahlreichen geld- und fiskalpolitischen Unsicherheiten zusammen, während sich der Euroraum als rechtssicher und wertstabil erweist.

Seit Jahresbeginn hat sich der Franken zum Dollar (+12.6%) deutlich stärker aufgewertet als zum Euro (+0.8%). Inflationsdruck gibt es weder in der Schweiz noch im Euroraum. Die Faktoren, welche die Disinflation vorangetrieben haben – sinkende Rohstoffpreise und nachlassender Druck auf die Lieferketten – wirkten südwärts. Angesichts der erwarteten Beschleunigung des Wirtschaftswachstums könnten moderate Lohnsteigerungen und erhöhte Rohstoffpreise die Inflation im Jahr 2026 wieder anziehen lassen.

Darüber hinaus nimmt das Geldmengenwachstum weiterhin zu, was den Inflationsdruck in den nächsten zwei Jahren verstärken könnte. Doch vielmehr dürfte es in den nächsten Jahren weiteren Spielraum für eine Disinflation in Europa geben. Die Umleitung billiger chinesischer Exporte von den USA in europäische Märkte erzeugt einen neuen Disinflationsimpuls, der es der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bank of England (BOE) ermöglichen sollte, bis Ende 2026 weitere Zinssenkungen vorzunehmen – mehr als derzeit vom Markt-Konsens erwartet werden.

Als eine interessante Ergänzung zu Europa bleibt zu erwähnen, dass das Rating von Italien durch die Ratingagentur Moody's zum ersten Mal seit 23 Jahren verbessert wurde. Der italienische Staats-

haushalt erzeugt kontinuierlich einen sogenannten Primärüberschuss (vor Schuldzinsen).

Die Politik von Präsident Donald Trump dominiert die makroökonomischen Aussichten der USA. Selbstverständlich lässt sich über die quantitativen Auswirkungen jedes einzelnen Punktes dieser Agenda streiten. Doch wir kennen die Richtung. Die Erhöhung der Zölle, die lockere Fiskalpolitik (Steuersenkungen insbesondere für die konsumfreudigen Reichen) und die strengere Einwanderungspolitik dürften den Inflationsdruck in der Wirtschaft verstärken. Die Abwanderung im klassischen Zuwanderungsland sorgt gleichzeitig für ein geringeres Outputpotenzial.

Bestenfalls kann man hoffen, dass die immer stärker politisch beeinflusste Fed mit ihrer Prognose von einem einmaligen Anstieg des Preisniveaus durch Zölle (respektive einer «vorübergehenden» Inflation) recht behält. Aber die Erfahrungen aus den Jahren 2021/22 zeigen, wie falsch die Fed mit ihren Einschätzungen liegen kann. Sie unterschätzte die Entwicklung der Inflationsrate massiv. Wir sind eher der Auffassung, dass die Inflation in den USA in den nächsten Jahren dauerhaft über dem Zielwert bleiben dürfte.

Sollte die Fed in ihrer Reaktionsfunktion auf ihre zwei Ziele (Preisstabilität und Vollbeschäftigung) inskünftig mehr Gewicht dem Arbeitsmarkt und weniger den Inflationsdaten beimessen, könnte das zu stärkeren Leitzinssenkungen führen, als der Markt derzeit erwartet. Vor dem Hintergrund von Finanzbedingungen, die im historischen Vergleich bereits locker sind, dürfte dies gewiss die Wertstabilität des Dollars schwächen.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Verzinsung grösserer Beträge ist bei grossen Banken wieder in die Minuszone gegliett. Auch für Individualkunden dürfte mehr als 0.0% zur Ausnahme werden.
Euro / Schweizer Franken	↗	↗ ↗	Wir rechnen mit einem stabilen Wechselkurs gegenüber dem Euro in den kommenden 12 Monaten. Die Absicherungskosten dürften bei 2.2% p. a. bleiben.
US-Dollar / Schweizer Franken	↗	↘	GoldmanSachs geht von einer Kursentwicklung von 0.80 auf 0.74 in 12 Monaten aus. Sämtliche öffentlichen Prognosen gehen von einer Abschwächung aus.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Der Euro bewegt sich gegenüber dem Dollar in den kommenden Quartalen von derzeit 1.16 eher nordwärts Richtung 1.20 als südwärts.

Anleihen

Starke Zinssenkungen in den letzten zwei Jahren



Schweizerische Nationalbank (Bildquelle: stock.adobe.com)

Die Zentralbanken weltweit haben in den letzten zwei Jahren insgesamt 316 Mal die Zinsen gesenkt und damit offiziell die Anzahl Zinssenkungen aus den Jahren 2008 bis 2010 übertroffen, die als historische Reaktion auf die Finanzkrise erfolgten. Die finanziellen Bedingungen haben sich in den letzten zwei Jahren von einem der restriktivsten Niveaus, die es geldpolitisch je gab, deutlich gelockert. Und die Aussichten bleiben gut. Vieles deutet darauf hin, dass die weltwirtschaftliche Dynamik innerhalb der nächsten 9 bis 18 Monate zulegen dürfte.

Betrachtet man die globale Geldpolitik aus einem anderen Blickwinkel, so lässt sich feststellen, dass über 90% der Zentralbanken in Industrie- und Schwellenländern in den letzten sechs Monaten entweder die Zinsen gesenkt oder unverändert gelassen haben – ein Niveau, das zuletzt während der Krise von 2020 zu beobachten war. Die Zinspolitik der Zentralbanken veränderte sich in einem historischen Tempo, weil die Inflationswerte dahinschmolzen.

Die restriktive Geldpolitik wurde vielenorts aufgegeben. Das macht Sinn und stärkt alle Wirtschaftssubjekte. Infolgedessen haben die weltweiten Finanzbedingungen ihren niedrigsten Stand seit 2021 erreicht. Wenn die Zentralbanken weltweit die Zinsen anpassen, sind letztendlich alle davon betroffen: Hypothekarkreditkosten, Bankeinlagenzinsen, Unternehmensfinanzierungen und Konsumtenkredite reagieren darauf. Aber auch Leibrenten reagieren auf tiefere Zinsen, wenn man beispielsweise das Pensionierungsalter erreicht, oder Mieten.

Das Gleiche gilt für die Preise von Vermögenswerten, von Aktien

und Anleihen über Immobilien bis hin zu Währungen und Edelmetallen. In Hochzinsphasen werden die zukünftigen Cashflows (z. B. aus Mieterträgen, Couponszahlungen oder Dividenden) mit hohen Diskontsätzen zu einem Barwert zusammengerechnet. Je höher der Diskontsatz, desto tiefer der Barwert. Die global beinahe synchron erfolgten steilen Leitzinserhöhungen im Jahr 2022 haben damals zu deutlich tieferen Bewertungen geführt.

Derzeit findet die Umkehrung von dieser Entwicklung statt. Manchenorts gilt sie als abgeschlossen, andernorts steht noch ein erheblicher potenzieller Bewertungsschub an. Wo die Diskontierungssätze aufgrund der jeweiligen Zentralbankpolitik runtergenommen werden, erhöht sich der Barwert der zukünftigen Zahlungsströme.

In Bezug auf die Wirtschaft treten die Veränderungen respektive Neubewertungen jedoch mit einer gewissen Verzögerung ein. Weil beispielsweise im angelsächsischen Raum (USA, Grossbritannien) die Inflation relativ hoch bleibt, bleiben auch die Zinsen verhältnismässig hoch. Das Working Capital ist entsprechend teuer und die Rentabilitätshürde für Investitionen liegt höher. Sofern in diesen Ländern im Laufe der kommenden Jahre die Geldpolitik deutlich expansiver wird und die Leitzinsen gesenkt würden, wäre mit erheblich höheren Bewertungen (z. B. von langfristigen Anleihen und Immobilien) zu rechnen.

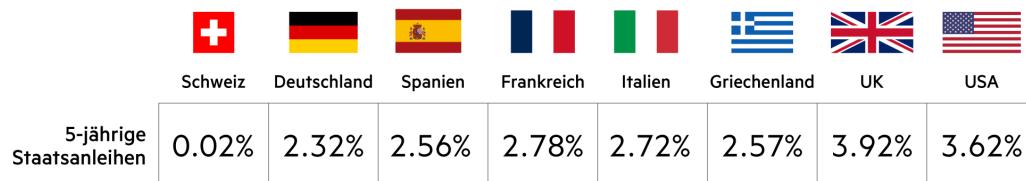
Angesichts des Ausmasses der Massnahmen der Zentralbanken bleibt es eine stetige Herausforderung, das Kapital dorthin zu allozieren, wo die voraussichtlich künftigen Schritte unter Einbezug der Währungsrisiken risikoadjustiert am meisten Ertrag abwerfen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→	In den USA dürfte die Fed die Leitzinsen an der Sitzung vom 10. Dezember um weitere 0.25% auf die Bandbreite 3.50% bis 3.75% senken.
Unternehmensanleihen	↗	↗	In einem Umfeld mit hohen Bewertungen bei Unternehmensanleihen bevorzugen wir eine selektive, disziplinierte Haltung.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Mit nachrangigen und hochverzinslichen Corporate Bonds (u. a. aus der Versicherungs- und Bankbranche) lassen sich stabile, attraktive Renditen erzielen.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Positive Renditen zeichnen sich ab

Rendite von Staatsanleihen im internationalen Vergleich



5-jährige Staatsanleihe-Renditen in Lokalwährung (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

In unseren Anleihenslösungen zeichnen sich für das Kalenderjahr 2025 solide positive Renditen ab. Im Zugerberg Income Fund (+2.1%) liegt die Rendite erwartungsgemäss etwas tiefer als im risikofreudiger positionierten Credit Opportunities Fund (+3.4%). Der Swiss Bond Index (AAA bis BBB Total Return Index), der die Anleihen auf dem Franken-Kapitalmarkt repräsentiert, liegt nach elf Monaten bei +0.9% und verfügt lediglich noch über eine magere Rückzahlungsrendite von 0.7%.

Mit dem etwas risikofreudigeren Credit Opportunities Fund (COF) bewegen wir uns seit mehr als einem Jahrzehnt bewusst teils im «Investment Grade» Bereich und teils im «Sub-Investment Grade» Bereich. Derzeit liegt das Verhältnis bei 35% zu 65% und charakterisiert das typische Crossover-Portfolio, bei dem man sich nicht von vornherein für die eine oder andere Seite entscheiden muss. Dagegen liegen beim Zugerberg Income Fund (ZIF) praktisch alle Unternehmensanleihen im «Investment Grade» Bereich.

Das Interessante ist nun die seit zwei Jahren anhaltende Phase, wonach die Unternehmensanleihen praktisch dieselbe Volatilität aufweisen wie die Staatsanleihen, jedoch typischerweise eine spürbar und manchmal sogar deutlich höhere Rendite abwerfen. Wir bleiben überzeugt davon, dass es sich auch in den kommenden Jahren risikoadjustiert lohnen wird, im Anleihensegment den Fokus vorwiegend auf Unternehmens- und nicht auf Staatsanleihen zu setzen.

Es kann allerdings Phasen geben, in denen Staatsanleihen vor allem in hochverschuldeten Nationen sogar eine höhere Rendite als solide,

defensive Anleihe-Schuldner abwerfen. Frankreichs Staatsanleihe, die 2032 fällig wird, rentiert beispielsweise leicht mehr als jene des französischen Luxusgüterkonzerns LVMH mit derselben Laufzeit (3.0%). Und in Italien wirft die 2032 fällige Staatsanleihe eine vergleichbare Rendite ab wie der italienische Versicherungskonzern Generali.

Derzeit schätzen wir insbesondere europäische Unternehmen mit einer starken Kapitalkraft und sind bereits bei der Zeichnung von Anleihen bei industriellen Zyklikern zögerlich. Es kann jedoch auch vorkommen, dass das Unternehmen, das man im Auge behält, andere Finanzierungsquellen anzapft. Den Kapitalbedarf decken Unternehmen nicht immer am Kapitalmarkt.

Beispielsweise erhöhte der Berner Energiekonzern BKW seine unbesicherte Syndikatskreditlinie auf 1.5 Milliarden Franken bei einem Konsortium von Banken. Die Kreditfazilität läuft bis 2030 und verfügt über eine Verlängerungsoption von einem Jahr. Damit sichert sich die BKW eine Liquiditätsreserve für die Umsetzung ihrer Strategie «Solutions 2030», in der der Profitabilität mehr Gewicht als dem Wachstum beigemessen wird. Die BKW steht mitten in einer Investitionsphase von vier Milliarden Franken in den Jahren 2025 bis 2030, die sich in Folge des zunehmenden Strombedarfs durch Rechenzentren als ertragsreich erweisen dürfte. Das operative Geschäft in derselben Periode soll mehr als fünf Milliarden Franken Cashflow generieren. Die Gewinn- und Dividendenschätzungen gehen deshalb in den kommenden Jahren von einem beträchtlichen Wachstum aus.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2025 (seit Jahresbeginn)	+2.1%	+3.4%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-5.8% (-0.8%)	+38.9% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	57%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	93 BP (+3 BP)	412 BP (+11 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Wohnrenditeliegenschaften im Aufwind



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

Da «Kaufen» finanziell attraktiver ist als «Mieten», bleibt die Preis-dynamik bei Eigentumswohnungen (+4.5% innert 12 Monaten) weiterhin bestehen. Weniger ausgeprägt haben sich die Preise bei Einfamilienhäusern (+3.2%) und im Zweitwohnungsmarkt (+0.8%) entwickelt. Im Luxusmarkt (-1.0%) war sogar eine rückläufige Entwicklung zu beobachten. Im Aufwind befinden sich auch die Kaufpreise von Wohnrenditeliegenschaften (+5.3%), ein Segment, das den Pensionskassen und Versicherungen langfristig solide Cash Flow-Renditen verspricht.

Aus Investorenseicht ist interessant, wie sich die Schweizer Immobilienindizes in den letzten Jahren entwickelt haben. Der Index der Schweizer Immobilienaktien REALX, der von der Schweizer Börse berechnet wird, hat seit dem 1. Januar 2020 im Durchschnitt nur gerade 1.5% jährlich zugelegt. Das ging allerdings nicht mit einer geringen Volatilität einher. Vielmehr verlor der Index in der Phase der starken Inflation und damit der starken Leitzinsanstiege von März 2022 bis September 2022 rund 25%. Es brauchte knapp drei Jahre, um diesen Rückgang («Drawdown») wieder aufzuholen.

Inzwischen handeln die typischen Schweizer Immobilienaktien mit einem durchschnittlichen Kurs/Gewinn-Verhältnis von 30, d. h. die Gewinnrendite von investierten 100 Franken liegt bei 3.3%, die Ausschüttungsrendite bei 2.4%. Das Kurs/Buchwert-Verhältnis liegt bei 1.28, d. h. die Aktien mit einem Buchwert von 1'573 Franken werden mit einem Aufschlag von 28% zum Buchwert gehandelt. Sie kosten 2'006 Franken. Das ist ein stolzer Aufschlag, jedoch nicht übermäßig viel, denn der Buchwert ist tendenziell mit einem gewissen Anteil an «stillen Reserven» verbunden und liegt tendenziell

unter dem Marktwert. In den letzten 52 Wochen lagen der Jahres-tiefstkurs bei 1'670 Franken und der Höchstkurs bei 2'006 Franken. Diese Schwankungsanfälligkeit reduziert die Attraktivität eines Index mit mässigen Ertragsperspektiven.

Ähnlich wie bei den Immobilienaktien hat auch der Schweizer Immobilienfondsindex SWIIT vieles der Zukunft bereits vorweggenommen. Die geschätzten Agios bei den Immobilienfonds liegen bei 37% – also deutlich höher als bei den Immobilienaktien. Beide sind weniger attraktiv als direkte Immobilieninvestitionen. Allerdings sieht man auch hier absurde Neuengagements. Beim Erwerb von Mehrfamilienhäusern nehmen institutionelle Investoren Anfangsrenditen von bis zu 1.8% in Kauf.

Dennoch gilt der SWIIT als relativ attraktiv. Es handelt sich um einen typischen Benchmark für Schweizer Pensionskassen. Diese investieren oftmals fast blind, weil sich die relative Attraktivität aus der Alternative ableitet, in sichere eidgenössische Anleihen zu investieren.

Da liegen die kurzen Restlaufzeiten allerdings allesamt im negativen Zinsumfeld. Erst die siebenjährige Anleihe ist mit einer Rendite von +0.03% (!) knapp in der positiven Zone. Die Zinskurve bleibt danach allerdings flach. Selbst 40- und 50-jährige Anleihen werfen nicht mehr als 0.2% Rendite pro Jahr ab. Wer den positiven Franken-Renditen mit hohem Rating (z.B. AAA) hinterherjagt, ist aussergewöhnlich hohen Zinsänderungsrisiken und damit Schwankungsrisiken der Anleihenkurse ausgesetzt und wird lediglich mit einer minimal positiven Rendite während dieser Periode entschädigt.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Der Aktienindex REALX (+1.5% p. a. seit dem 01.01.2020) liegt deutlich hinter dem Immobilienfondsindex SWIIT (+5.3% p. a.). Das Kurssteigerungspotenzial ist gering.
Büro-, Verkaufsliiegenschaften CH	↗↗	↗	Qualität bleibt Trumpf. Die Verkaufsflächenmieten stagnieren, die Leerstände steigen und der strukturelle Wandel setzt sich fort. Selektion ist zentral.
Immobilienfonds CH	→	↗↗	Der Schweizer Immo-Fonds Index (CHREF) bewegt sich praktisch auf seinem Allzeithoch mit hohen Agios: Neuengagements sind nicht empfehlenswert.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Infrastrukturaktien wie Engie (+52% seit Jahresbeginn), Vinci (+29%) und Veolia (+15%) performen spürbar besser als BKW (+8%) und Flughafen Zürich (+13%).

Aktien

Historisch hohe Einseitigkeit im Weltaktienindex



Der MSCI World per 30.11.2025 (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz, rot: Aktienkurs tiefer als zu Jahresbeginn, grün: höher als zu Jahresbeginn in CHF)

Der Weltaktienindex MSCI World setzt sich aus rund 1'300 Aktien zusammen. Doch die Diversifikation ist bescheiden. 71% der Aktien sind von US-amerikanischen Unternehmen. Die «Top 10» machen rund 30% des MSCI World aus und entspringen letztlich alle aus derselben Technologie-Branche. Diese Einseitigkeit gab es in diesem Umfang historisch noch nie und mahnt zumindest zur Vorsicht. Wir diversifizieren unsere Portfolios über die unterschiedlichen Branchen und Wirtschaftsregionen deutlich besser als der MSCI World.

Typischerweise verfügen unsere Aktienportfolios über eine stärkere Branchendiversifikation – mit Nestlé den Nahrungsmittelbereich repräsentierend und beispielsweise mit Novartis und Roche das Gesundheitswesen vertretend. Holcim, Amrize und Sika widerspiegeln die solid wachsende Baustoffindustrie, Siemens und Schneider Electric verkörpern die Industrieautomatisierung und -elektrifizierung usw.

Manche Branchen stehen vorübergehend hoch in der Gunst der Anleger, bei anderen (z. B. Manager von Privatmarktanlagen wie Partners Group) ist gerade eine gewisse Skepsis hinsichtlich der Markterwartungen in den kommenden Jahren zu spüren. Wir halten diese Einschätzungen für viel zu pessimistisch.

Der breite Marktkonsens unter den Finanzanalysten kann manchmal rasant ändern und einen Kurs plötzlich massiv verändern. Bei Alphabet vermuteten viele Analysten (entgegen unserer Einschätzung) einen KI-bedingten Einbruch der Google-Searchabfragen. Stattdessen ist bis heute genau das Gegenteil erfolgt. Der Aktienkurs fiel in den ersten Monaten des laufenden Jahres von 189 Dollar auf 145 Dollar (-23%), doch wir blieben investiert. Von Quartal zu Quartal

konnten die Befürchtungen widerlegt werden. Schliesslich stieg der Kurs bis Ende November auf 320 Dollar und lag damit 69% höher als zu Jahresbeginn.

Im Allgemeinen lagen im laufenden Jahr die besten Renditechancen währungsbereinigt nicht in den USA (S&P 500 mit +3%), sondern diesseits des Atlantiks. Wie wichtig die disziplinierte Selektion ist, zeigen auch die bisher erheblichen Performance-Unterschiede zwischen den europäischen Ländern. Während der französische CAC 40 Index lediglich um 10% zulegte, waren es in Deutschland 20% (mit Aktien wie z. B. Siemens) und in Spanien 41% (z. B. Iberdrola). Interessant ist jedoch, dass nach der Berichtssaison zum 3. Quartal 2025 zahlreiche Schätzungen der fairen Bewertung («fair value») nach oben korrigiert wurden.

Die Fair Value-Schätzungen wurden jüngst nicht nur für Nvidia, Apple, Amazon und Alphabet erhöht, sondern auch für die Schweizer Pharmakonzerne Novartis und Roche. Aus dieser Perspektive bleiben gewisse Kommunikationsdienstleister (z. B. Deutsche Telekom, die mit einer Rekorddividende lockt und vom starken US-Geschäft profitiert) und Infrastruktur-Anbieter immer noch klar unterbewertet.

Potenzial hat auch weiterhin Siemens unter dem Vorstandsvorsitzenden Roland Busch. Er legt den strategischen Fokus auf beschleunigtes, profitableres Wachstum der digitalen Geschäfte, vernetzte und softwaredefinierte Hardware sowie KI-Anwendungen für die Industrie. Siemens wird auch durch die Übernahmen von Altair und Dotmatics immer mehr ein Technologieunternehmen mit einem jährlichen Wachstum von 6% bis 9% und lässt die Anleger durch eine progressive Dividendenpolitik daran partizipieren.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Der Schweizer Aktienmarkt zeigt sich nach 11 Monaten äusserst erfreulich. Bei einem moderaten KGV liegt die Performance bei +10.6%.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Beim Euro Stoxx 50 (+14.9% in CHF) handelt es sich bei 7 der besten 10 Aktien um europäische Grossbanken wie Banco Santander, Deutsche Bank, Unicredit und ING.
Aktien USA	→↗	→↗	Der S&P 500 (+3.0% in CHF) liegt nach 11 Monaten vor dem Dow Jones (-0.6%) und hinter dem Technologie-Index Nasdaq (+7.2%).
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Der Weltaktienindex (+5.7% in CHF) hat durch China (CSI 300 +5.2%; Hang Seng +14.0%) und Indien (Sensex -5.8%) keine wesentlichen Impulse im 2025 erfahren.

Alternative Anlagen

Gibt es Alternativen zur IT-Branche?



Gewicht der IT-Branche im S&P 500 Index, 1990 bis 2025 (Quelle: Bloomberg L.P. 30 November 2025 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Gewichtung der IT-Branche hat in den vergangenen Jahren stetig zugenommen. Zuletzt waren es wenige Titel, die etwas mehr als 40% des Aktienmarktes ausmachen. Nicht nur in den US-amerikanischen Aktienindizes, sondern mittlerweile auch in jenen der Schwellenländer wie China, Taiwan, Südkorea usw. ist die IT-Branche am stärksten gewichtet. Da ist jedoch auch einiges an Zukunftshoffnung in den Kursen bereits enthalten. Worin besteht nun die Alternative?

Im Finanzstabilitätsbericht der Europäischen Zentralbank (EZB) wird zusammengefasst, dass die Unsicherheit an den Kapitalmärkten weiterhin anhalten dürfte «...mit dem Potenzial für erneute Spitzen.» Die Finanzmärkte – insbesondere die Aktienmärkte – seien aufgrund anhaltend hoher Bewertungen und einer zunehmenden Konzentration anfällig für starke Korrekturen, hiess es in dem Bericht. Die EZB meinte damit nicht die Bewertung von europäischen Aktien. Diese verfügen im weltweiten Vergleich ohnehin über ein geringes Gewicht sowie über eine moderate Bewertung. Vielmehr warnte die EZB zuletzt vor der Gefahr einer Börsenkorrektur, die von hoch bewerteten US-Tech-Aktien und dem Hype um Künstliche Intelligenz (KI) ausgehen könnte.

Dagegen kann man sich wappnen, indem man aktiv und diszipliniert sein Portfolio strukturiert. Das mag in Schönwetterphasen dazu führen, dass man nicht zu jenen mit der allerhöchsten Rendite zählt, doch in Schlechtwetterperioden wird man dafür besser schlafen können. Durch die Anlage in den Weltaktienindex erreicht man derzeit nur noch eine Scheindiversifikation. Echt wird sie erst wieder, wenn die IT-Dominanz gebrochen wird und das Portfolio stärker die Realität der widerstandsfähigen Weltwirtschaft abbildet.

Deshalb wenden wir uns gegenüber dem MSCI World überproportional Branchen hin wie Nahrungsmittel, Pharma, Versicherungen, Infrastrukturbetreiber und Energieversorger. Zudem legen wir Wert auf Schweizer Aktien in der Kernallokation, was die Währungsvolatilität unserer Portfolios massiv reduziert. Das Risiko-Rendite-Profil lässt sich somit erheblich verbessern, zieht man eine Analyse historischer Daten bei.

Schliesslich ist auch der Faktor Qualität wichtig. Damit wird der allergrösste Teil im Portfolio auf Unternehmen gerichtet, die hochprofitabel sind, über robuste Bilanzen verfügen, mit ihren Marktanteilen auch Preisfestlegungsmacht verkörpern und ein überzeugendes Management aufweisen. Wer sich an derartigen fundamentalen Faktoren orientiert, erhält im Portfolio weiterhin verhältnismässig günstigere Aktien, die aufgrund ihrer Ergebnistabilität kurzfristig langweilig, aber langfristig lukrativ sind.

Spekulatives Kapital jagt anderen Titeln nach – dorthin, wo das Momentum gerade einen phänomenalen Aufschwung prophezeite. In der Corona-Pandemie zählte beispielsweise die Aktie von Zoom Communications dazu. Die Bewertung stieg im Herbst 2020 auf 175 Milliarden (Dollar), obschon der Jahresumsatz erst bei 350 Millionen lag. Gegenwärtig, fünf Jahre später, ist Zoom im Videokonferenzgeschäft besser etabliert denn je. Der Jahresumsatz beträgt rund 5.5 Milliarden Dollar. Die Bewertung fiel von einer spekulativen Höhe auf ein fundamental gerechtfertigtes Niveau von 26 Milliarden zurück. Ähnliche Entwicklungen sind bei KI-bezogenen Unternehmen wie Palantir zu erwarten, die derzeit den MSCI World prägen.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	➡	➡	Die Rohölnotierungen liegen rund 9% (USD) respektive 20% (CHF) tiefer als zu Jahresbeginn. Das hat wesentlich zur Disinflation in vielen Ländern beigetragen.
Gold, Edelmetalle	➡	➡	Gold (+42% in CHF nach 11 Monaten) steht vermutlich auch in den kommenden 12 Monaten vor einem Zuwachs, der aber geringer als 2025 ausfallen dürfte.
Insurance Linked Securities	➡	➡	Versicherungsbezogene Anleihenrisiken werden in einem moderaten Umfang bei unseren Portfolios in den Freizügigkeitsstiftungen als stabile Pfeiler eingesetzt.
Private Equity	➡	➡	Im Jahr 2026 dürften sich die Transaktionen weiter beschleunigen und zu einem guten Resultat bei Privatmarkt-Managern wie Partners Group führen.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)		Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)				
		30.11.2025	11/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Aktien							
SMI	CHF	12'834.0	+4.9%	+10.6%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	17'652.9	+4.0%	+14.1%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	23'836.8	+0.1%	+18.6%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	8'122.7	+0.6%	+9.2%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	43'357.0	+1.0%	+25.6%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	9'720.5	+0.7%	+11.3%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'668.2	+0.7%	+14.8%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	47'716.4	+0.2%	-0.8%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'849.1	+0.0%	+3.0%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	23'365.7	-1.6%	+7.0%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	50'253.9	-5.5%	+12.4%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	85'706.7	+1.3%	-7.1%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	4'398.4	+0.1%	+4.9%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'366.9	-2.6%	+12.4%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligationen (gemischt)		30.11.2025	11/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.9	-0.3%	-0.2%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	188.5	+0.1%	+3.0%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	378.2	+0.1%	+5.0%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	287.9	-0.1%	+5.9%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Staatsobligationen		30.11.2025	11/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	189.3	-0.6%	+1.3%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.7	+0.3%	+2.5%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	178.4	-0.2%	-1.0%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Unternehmensobligationen		30.11.2025	11/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	193.2	0.0%	+1.2%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	191.0	+0.3%	+3.8%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	631.3	+0.2%	+3.9%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.7	-0.4%	+1.1%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	310.9	0.0%	+2.7%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Alternative Anlagen		30.11.2025	11/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Gold Spot CHF/kg	CHF	109'583.4	+5.8%	+43.1%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	110.4	+2.8%	-1.1%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'963.4	-0.2%	+9.2%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Währungen		30.11.2025	11/2025	2025YTD	2024	2023	2022
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8040	-0.1%	-11.4%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9322	+0.4%	-0.8%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5146	-1.5%	-10.7%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.0637	+0.5%	-6.3%	+6.0%	-4.2%	-9.3%

Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden, allgemein zugänglichen Quellen. Für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen können wir keine Gewähr übernehmen. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Diese Publikation richtet sich ausschliesslich an Kunden/Interessenten aus der Schweiz und die rechtlichen Hinweise im Impressum auf www.zugerberg-finanz.ch finden entsprechend Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung.

Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lüssiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 30.11.2025; Wirtschaftsdaten per 30.11.2025; Wirtschaftsprägnosen vom 30.11.2025; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.