

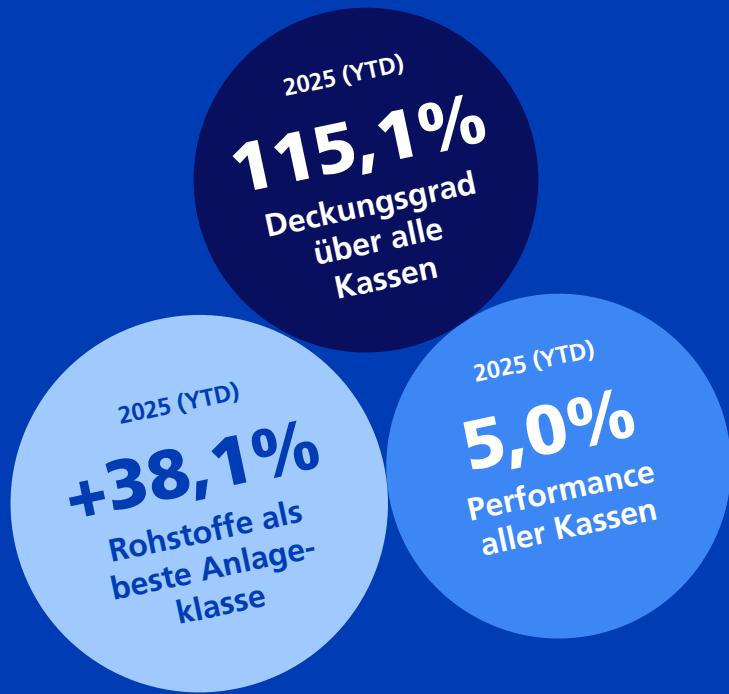
Pensionskassen aktuell

Im Fokus:
Schweizer Nebenwerte

Inhalt

Swisscanto Pensionskassen-Monitor	4
Der Handelskonflikt und seine Auswirkungen	10
Schweizer Nebenwerte: Ideale Voraussetzungen für aktives Management	14
Wirtschaft und Finanzmärkte	18

Pensionskassen-Monitor: Aktuelle Zahlen



Impressum

Herausgeberin: Zürcher Kantonalbank, Firmenkunden Markt Schweiz, Postfach, 8010 Zürich
Redaktion: Stefan Betschart, Andreas Dürrenberger, Stephan Aregger
Gesamtauflage: 2'900
Erscheint: vierteljährlich
Kontakt/Adressänderungen/Abo: pkberatung@zkb.ch



Alexandra Scriba

Liebe Leserinnen und Leser

Diese Ausgabe steht ganz im Zeichen von globalem Wandel und lokalen Chancen. Ob es um die Weiterentwicklung von Anlagestrategien oder die Unterstützung unserer Firmenkunden in herausfordernden Zeiten geht – wir gestalten die Zukunft gemeinsam.

Die Schweizer KMU-Landschaft liegt uns besonders am Herzen. Die aktuellen Unsicherheiten rund um Zölle und deren Auswirkungen stellt uns alle vor unerwartete Herausforderungen. Kevin Gismondi, Ökonom Schweiz bei der Zürcher Kantonalbank, analysiert die Situation und zeigt auf, welche Auswirkungen in den einzelnen Kantonen spürbar sind.

Ein weiterer Schwerpunkt dieser Ausgabe liegt auf Schweizer Nebenwerten, die sich als vielversprechende Alphaquelle erweisen. Portfoliomanager Felix Morger erklärt im Interview, wie aktives Management in diesem Bereich nicht nur Diversifikation, sondern auch attraktive Renditen ermöglicht.

Zudem freuen wir uns in dieser Ausgabe ganz besonders, Ihnen den neuen PK Monitor (swisscanto.com/pensionskassen-monitor) vorzustellen. Dieser präsentiert sich nicht nur in einem frischen Design, sondern auch mit einer höheren Aktualität. Ab sofort steht Ihnen unsere Publikation monatlich zur Verfügung. Ein Wandel, der Ihnen hoffentlich zusagt.

Ich wünsche Ihnen Mut und Inspiration, Herausforderungen in Chancen zu verwandeln. Geniessen Sie die Festtage und einen guten Rutsch ins neue Jahr.

Ihre Alexandra Scriba
Leiterin Institutional Clients &
Multinationals
Zürcher Kantonalbank

Der neue Pensionskassen-Monitor: schneller und präziser

Wertvolle Impulse, wichtige Kennzahlen und neu die monatliche Verfügbarkeit:

Der PK Monitor unterstützt die Verantwortlichen von Schweizer Pensionskassen bei Anlageentscheidungen zeitnah. Basierend auf der Hochrechnung der Asset Allocations von mehr als 400 Vorsorgeeinrichtungen aus der Schweizer Pensionskassenstudie, ergänzt mit anonymisierten und aggregierten Global-Custody-Daten sowie einer Approximation von Marktindizes liegt der PK Monitor nahe an der Realität. Jeweils am dritten Bankwerktag ist die Publikation hier (swisscanto.com/pensionskassen-monitor) verfügbar.



«Wir haben bei den Pensionskassen ein verstärktes Bedürfnis festgestellt, sich auch im Laufe des Quartals zu vergleichen – und dies möglichst zeitnah. Dafür möchten wir Hand bieten und publizieren den PK-Monitor deshalb in Form eines Monatsrückblicks bereits am 3. Bankwerktag des jeweiligen Monats.»

Iwan Deplazes, Leiter Asset Management
der Zürcher Kantonalbank

«Aufgrund der Schweizer Pensionskassenstudie sind wir in der Lage, zahlreiche Pensionskassen-Attribute zu berücksichtigen, die anderen Anbieter nicht zur Verfügung stehen und können so einen wirklichen Mehrwert schaffen.»

Francesca Pitsch, Leiterin Swisscanto Pensionskassenstudie,
Zürcher Kantonalbank

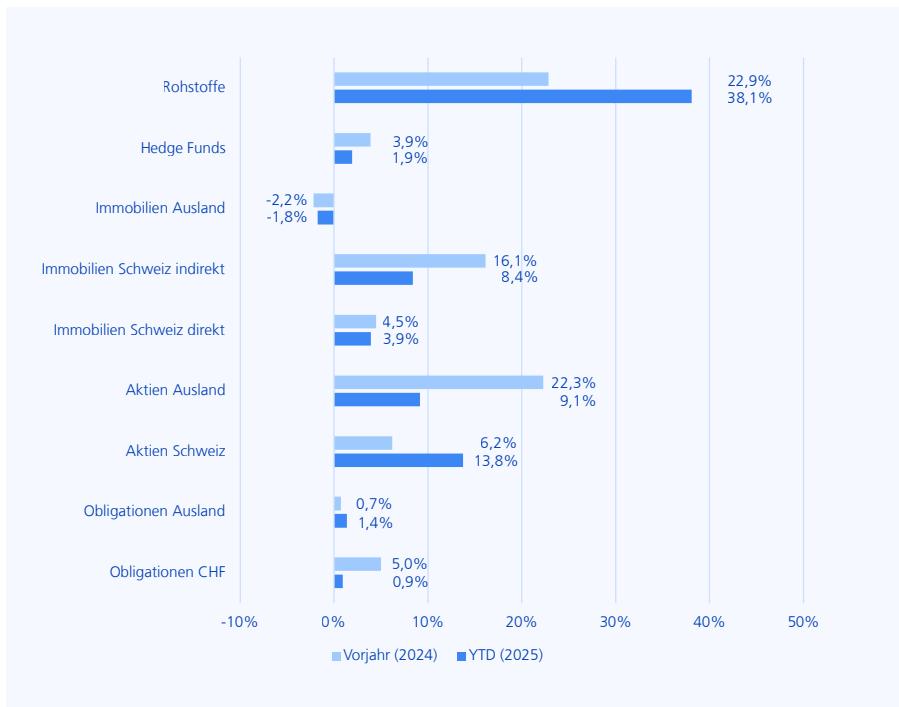


Zusammenfassung

- **Performance:**
Im November lag die Performance der Vorsorgeeinrichtungen bei 0,5 Prozent. In der Folge beträgt die kumulierte Nettorendite (gleichgewichtet) für 2025 im Schnitt 5,0 Prozent; sie liegt damit 3,0 Prozentpunkte über der durchschnittlichen Sollrendite aus der Schweizer Pensionskassenstudie von Swisscanto.
- **Deckungsgrad:**
Die Deckungsgrade der Pensionskassen erklimmen in diesem Jahr neue Höchstwerte. Von Ende April bis Ende November verbesserte sich der kapitalgewichtete Deckungsgrad der privatrechtlichen Kassen von durchschnittlich 115,1 Prozent auf 120,3 Prozent. Dies sind 0,1 Prozentpunkte mehr als im Vormonat.
- **Anlageklassen:**
Die höchste Performance erzielten im November Aktien Schweiz (+4,0 Prozent), dicht gefolgt von Rohstoffen (+3,8 Prozent). Die kumulierte Rendite 2025 von Rohstoffen beträgt per Ende November 38,1 Prozent. Dies insbesondere dank der starken Performance von Gold. Bei Aktien Schweiz sind es 13,8 Prozent.
- **Finanzmärkte:**
Der November war zunächst geprägt durch aufkommende Ängste rund um das Potenzial von Künstlicher Intelligenz (KI) und Kreditrisiken, was die Aktienmärkte zwischenzeitlich belastete. In der zweiten Novemberhälfte setzte an den Börsen jedoch eine Erholung ein. Eine Zinssenkung im Dezember durch die US-Notenbank Fed ist nun vom Markt weitgehend eingepreist.
- **Ausblick:**
Auch wir im Asset Management der Zürcher Kantonalbank rechnen mit einem Jahresendrally bei den Aktien. Aktuell sehen wir mehr Potenzial bei den risikoreichen Anlagen als bei Staatsanleihen. Im alternativen Bereich betrachten wir Gold als weiterhin attraktiv; dies auch dank den Käufen von Zentralbanken.

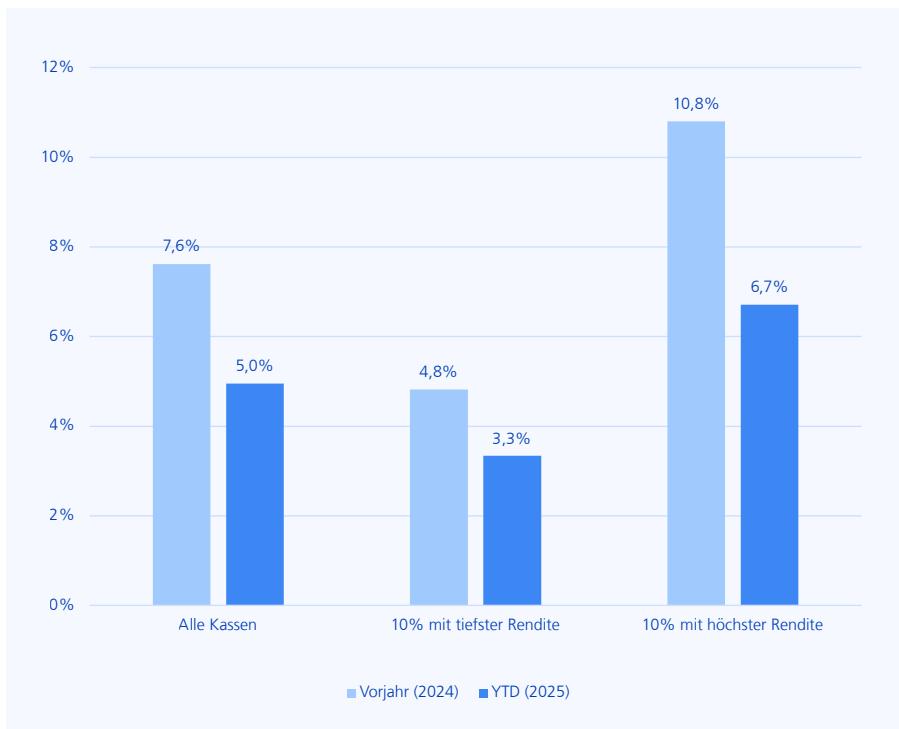
1. Performance

Abbildung 1.1: Performance (in CHF) ausgewählter Anlageklassen YTD im Vergleich zum Vorjahr



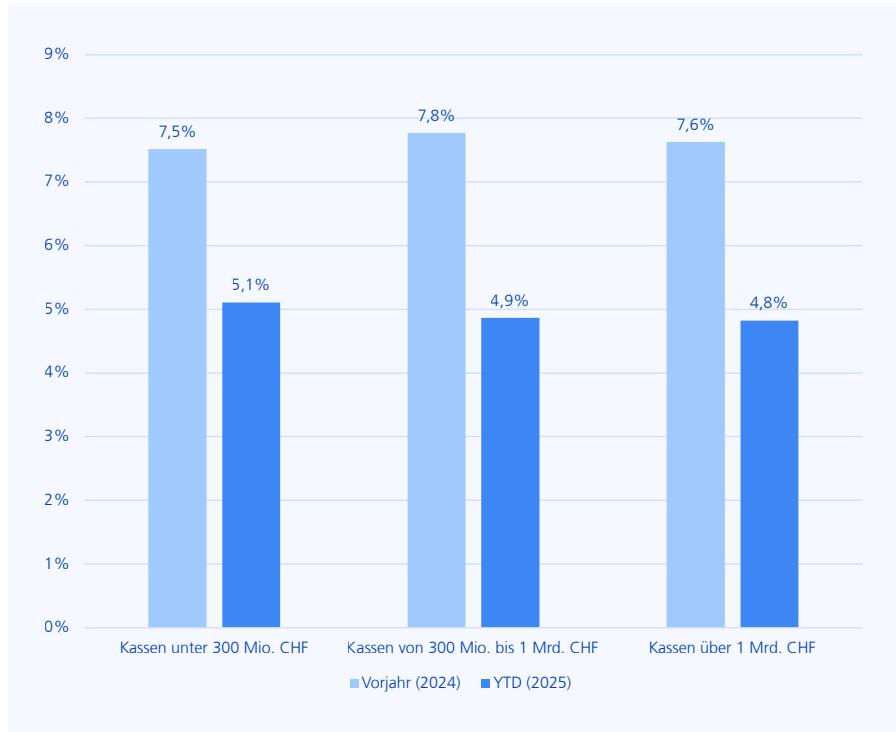
- Weiterhin übertrifft die Rohstoff-Performance mit 38,1 Prozent bis Ende November sogar das sehr positive vergangene Jahr. Dies ist insbesondere auf die starke Performance von Gold zurückzuführen.
- Aktien Schweiz und Immobilien Schweiz indirekt zeigen eine überdurchschnittliche positive Performance mit rund 13,8 Prozent bzw. 8,4 Prozent in diesem Jahr.
- Aus CHF-Sicht weisen einzig die Immobilien Ausland (-1,8 Prozent) sowie die Infrastrukturanlagen (-0,7 Prozent) eine negative Performance aus.

Abbildung 1.2: Performanceverteilung



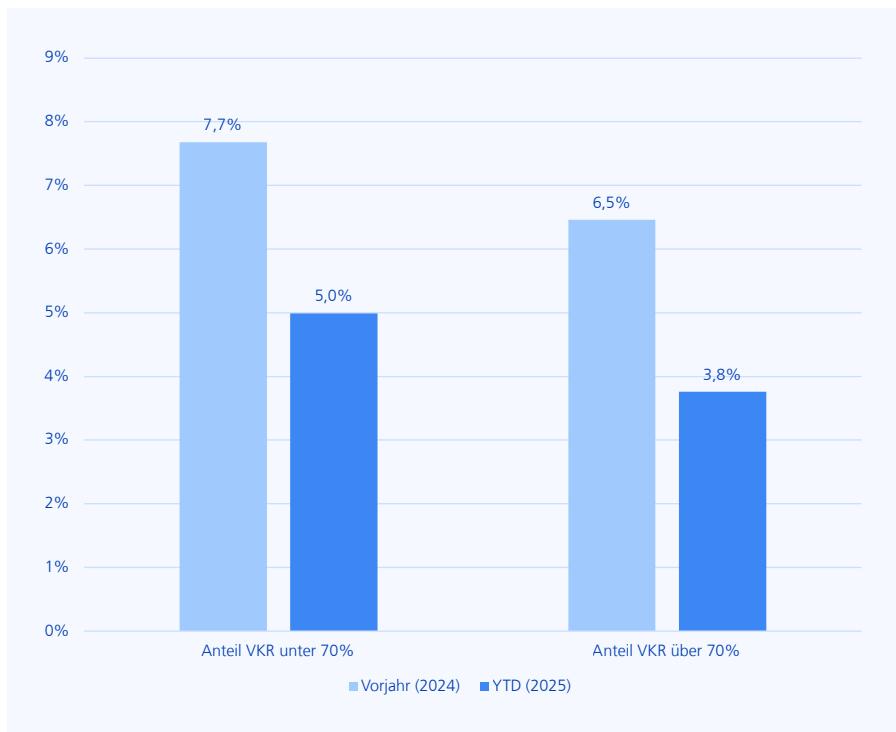
- Wie schon 2024 zeigen auch in diesem Jahr die 10 Prozent erfolgreichsten Kassen eine doppelt so hohe Rendite wie die 10 Prozent mit den niedrigsten Renditen.
- Die Abweichungen vom Mittelwert liegen 2025 für beide Gruppen bei +/-1,7 Prozentpunkten. Dies im Vergleich zu +/- 3 Prozentpunkten im Jahr 2024.

Abbildung 1.3: Performance nach Vorsorgevermögen (VV)

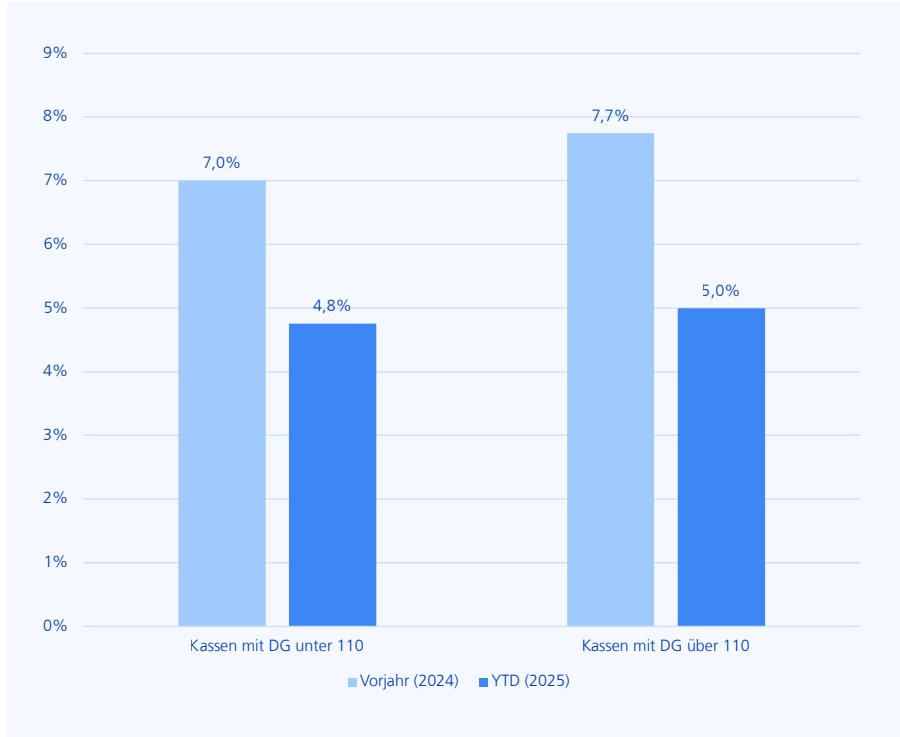


- Per November liegen die Kassen mit Vorsorgevermögen unter CHF 300 Millionen leicht vorne und erwirtschafteten seit Jahresbeginn 5,1 Prozent Performance. Die grössten Kassen mit einem Vorsorgevermögen über CHF 1 Milliarde erzielten mit 4,8 Prozent YTD eine leicht tiefere Rendite.

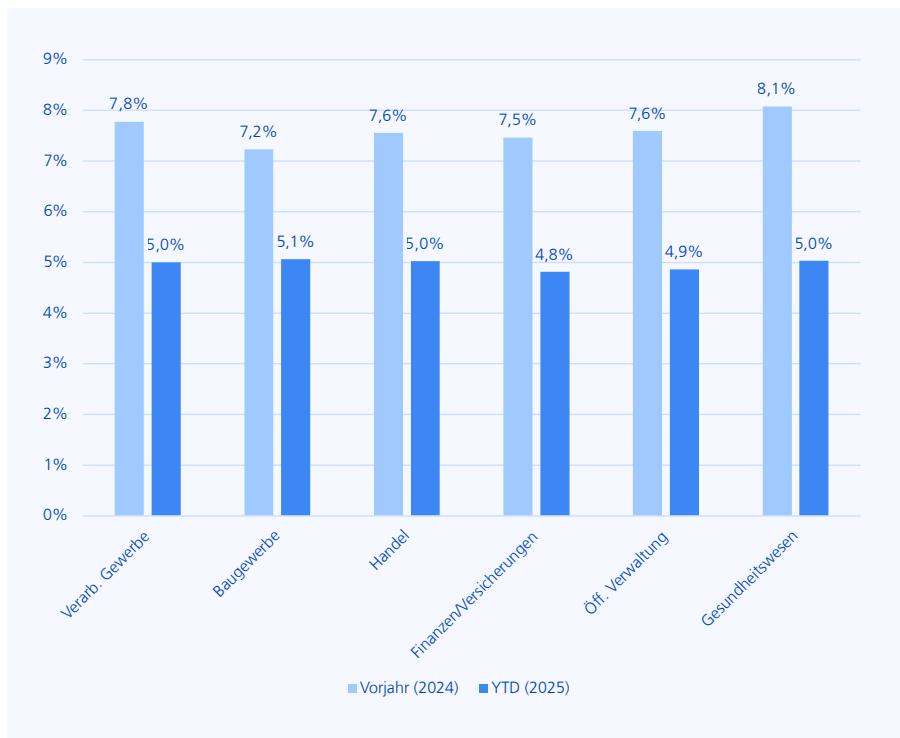
Abbildung 1.4: Performance nach Rentneranteil (Vorsorgekapital Rentner VKR)



- Kassen mit nur wenigen Rentnern und Rentnern verfolgen typischerweise eine risikantere Anlagestrategie als sehr rentner-lastige Kassen.
- Diese risikantere Anlagestrategie hat sich auch in diesem Jahr ausbezahlt: Kassen mit einem tiefen Rentneranteil konnten bei der Performance YTD 5,0 Prozent zulegen. Im Vergleich dazu erzielten Vorsorgeeinrichtungen mit einem höheren Rentneranteil in diesem Jahr eine tiefere Performance von 3,8 Prozent.

Abbildung 1.5: Performance nach Deckungsgrad

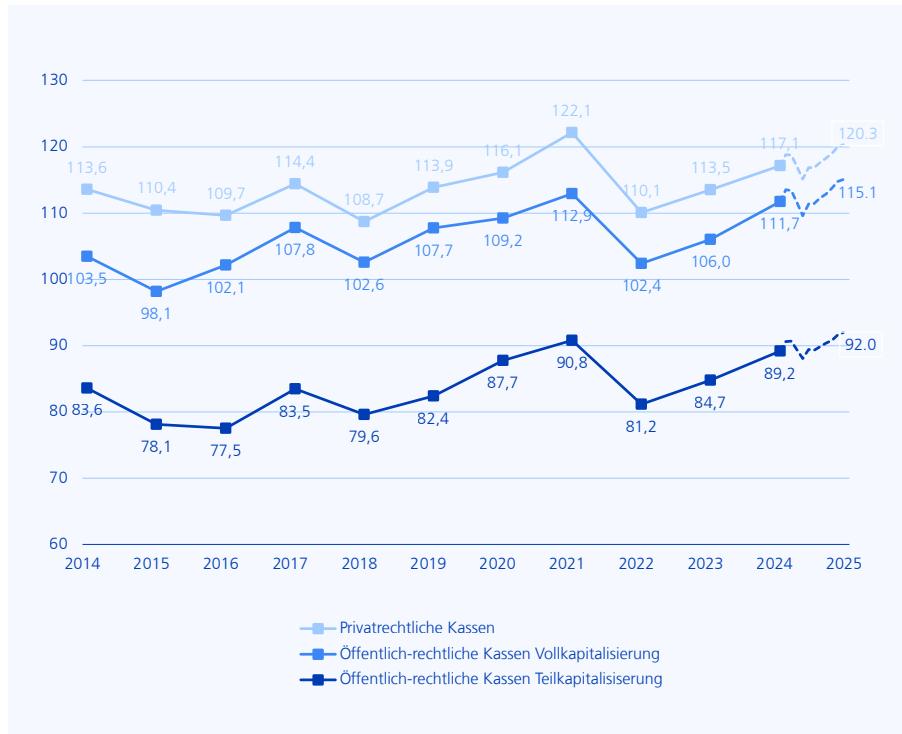
- Kassen mit einem vermögensgewichteten Deckungsgrad von unter 110 Prozent erzielten mit 4,8 Prozent nahezu dieselbe Rendite wie Kassen mit einem vermögensgewichteten Deckungsgrad von über 110 Prozent mit 5,0 Prozent. Die Differenz der beiden Gruppen bleibt im Vergleich zum Vormonat unverändert.

Abbildung 1.6: Performance nach Branche in Prozent (gemäss NOGA 2008)

- Auf Branchenstufe sind die Performance-Unterschiede YTD relativ gering: Die Finanz- und Versicherungsbranche liegt mit 4,8 Prozent leicht hinter den erfolgreichsten Branchen. Dazu zählen das Baugewerbe mit 5,1 Prozent sowie der Handel, das verarbeitende Gewerbe und das Gesundheitswesen mit jeweils 5,0 Prozent.

2. Entwicklung des Deckungsgrads und Projektion

Abbildung 2.1: Entwicklung Deckungsgrad in %, vermögensgewichtet



- Die Deckungsgrade erreichen nach der Delle vom vergangenen April wieder neue Höchststände. Privatrechtliche Kassen und vollkapitalisierte öffentlich-rechtliche Kassen konnten ihre Deckungsgrade im November jeweils um rund 0,1 Prozentpunkte steigern.
- Während der Deckungsgrad privatrechtlicher Kassen im Schnitt 120,3 Prozent beträgt, liegt er bei den vollkapitalisierten Kassen öffentlichen Rechts bei tieferen 115,1 Prozent.

Methodologische Eckpunkte

Der Swisscanto Pensionskassen-Monitor basiert auf den Daten der Schweizer Pensionskassenstudie von Swisscanto. Für die Studie führt die Tochtergesellschaft der Zürcher Kantonalbank Anfang Jahr jeweils eine umfangreiche Umfrage bei den hiesigen Pensionskassen durch. Die Schätzungen des Pensionskassen-Monitors basieren auf den tatsächlichen Angaben der Vorsorgeeinrichtungen per Ende des Vorjahres, die im Rahmen der Schweizer Pensionskassenstudie erhoben wurden. Die Hochrechnungen erfolgen anhand der von den Umfrageteilnehmenden gemeldeten Asset Allocation zum Jahresende.

Die monatliche Performance wird aufgrund von Publikationsverzögerungen zunächst anhand von Indizes berechnet und im folgenden Monat durch die tatsächlichen Renditen aus den anonymisierten und aggregierten Global-Custody-Daten ersetzt. Daher können sich Performance-Daten nachträglich ändern, insbesondere bei illiquiden Anlageklassen. Die neuen Werte werden sofort in die Berechnungen integriert.

Das Universum der Pensionskassen basiert auf der Schweizer Pensionskassenstudie von Swisscanto, was eine detaillierte Analyse von Untergruppen

wie Rechtsform und Grösse ermöglicht. In Anlehnung an die letzte Studie werden bei der Performance-Berechnung Vermögensverwaltungskosten von 41 Basispunkten pro Jahr berücksichtigt. Für die Entwicklung des Deckungsgrades wird der Median der Sollrendite der Studienteilnehmer (2025: 2%) herangezogen.

Der Handelskonflikt und seine Auswirkungen

US-Zölle – droht jetzt eine Rezession? Was bedeutet der Importzoll für die Schweizer Volkswirtschaft und welche Branchen und Kantone trifft es besonders hart? Wie haben sich die Ausfuhren in die USA seit dem Zollhammer entwickelt?

Kevin Gismondi, Ökonom Schweiz,
Zürcher Kantonalbank

Der amerikanische Zollsatz auf Schweizer Importe wird von 39% auf maximal 15% reduziert. Unabhängig von der Höhe des Zollsatzes stellt sich die Frage, wie stark der Schweizer Aussenhandel von den US-Zöllen betroffen ist. Die Dienstleistungsexporte, die rund ein Drittel aller Exporte ausmachen, sind von den Zöllen nicht tangiert. Die Warenexporte hingegen schon. Im Jahr 2024 sind Waren im Wert von CHF 65 Mrd in die Vereinigten Staaten gegangen – ein Exportanteil von 17%. Pharmazeutika, bestimmte Chemikalien, Gold und Kaffee sowie einzelne weitere Produkte sind aber vom Zusatzzoll ausgenommen. Damit dürften nur knapp die Hälfte aller Güterexporte in die USA betroffen sein. Gesamthaft betrachtet sind also über 90% aller Schweizer Güter- und Dienstleistungsexporte nicht von den Importzöllen betroffen, da sie entweder vom Zoll ausgenommen sind oder nicht in die USA exportiert werden. Außerdem werden drei Viertel der Schweizer Wertschöpfung im Dienstleistungssektor erbracht.

Umfassende Rezession aufgrund Zollhammer unwahrscheinlich
Auch wenn nur ein kleiner Teil der Exportwirtschaft betroffen ist, wirken die Zölle dennoch wachstumsdämpfend. Neben den Herausforderungen für die Schweizer Exporteure bremst nämlich auch die anhaltende Unsicherheit die Konjunktur. Die bisher erzielte Einigung basiert vorerst nur auf einer rechtlich unverbindlichen Absichtserklärung. Diese Gemengelage lastet auf dem hiesigen Investitionsklima und der Konsumentenstimmung. Der private Konsum und der Dienstleistungssektor sollten aber weiterhin die Konjunktur stützen. Eine schwere Rezession mit starken Rückgängen des Bruttoinlandprodukts (BIP) bleibt damit unwahrscheinlich. Zwar wird die Schweizer Wirtschaft auch im Jahr 2026 unterdurchschnittlich wachsen. Allerdings ist der Handelskonflikt nicht mit der Finanzmarktkrise von 2008, dem Frankenschock von 2015 oder der Covid-Pandemie von 2020 vergleichbar.

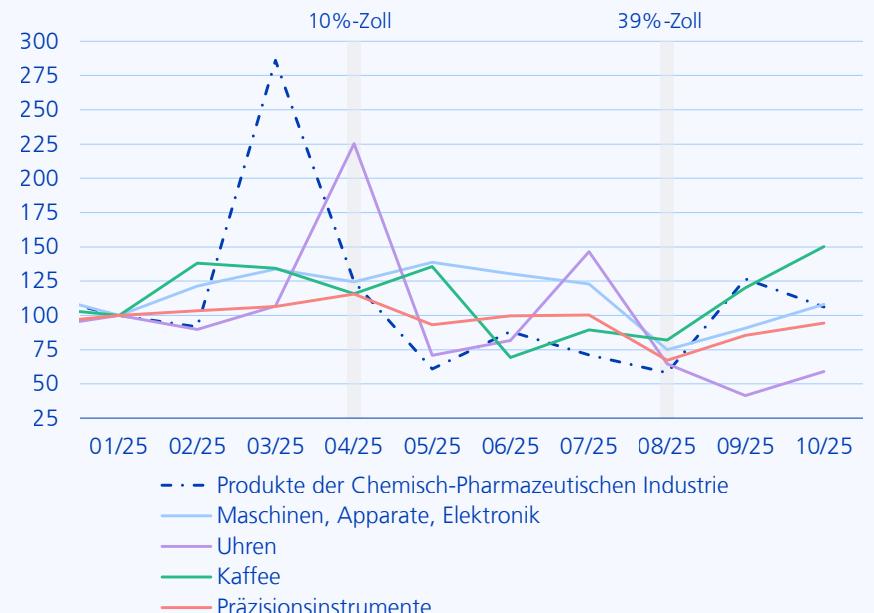
Industriefirmen in Bedrängnis
Auch wenn wir nur mit begrenzten

gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen rechnen, stehen einige Branchen und Unternehmen wegen der Zölle vor grossen Herausforderungen. Zuvor waren es 39%, doch auch ein Zollsatz von 15% ist immer noch hoch. Anfang 2025 betrug der durchschnittliche Zollsatz, den US-Firmen für Schweizer Importe zu entrichten hatten, noch 3%. In den zyklischen und preissensitiven Industriebranchen dürften die negativen Auswirkungen deshalb sichtbar werden. Dazu gehören insbesondere die Maschinen-, Elektronik- und Metallindustrie sowie die Hersteller von Medizinaltechnik, Uhren und Präzisionsinstrumenten. Da für die Schweiz zunächst ein deutlich höherer Zollsatz als für die meisten Handelspartner der USA galt, verringerte sich die preislässige Wettbewerbsfähigkeit von Schweizer Exportprodukten auf dem US-Markt. Dieser Wettbewerbsnachteil ist nun wieder weggefallen: Gegenüber ihrem wichtigsten Handelspartner, der Europäischen Union (EU), erhält die Schweiz wieder gleiche lange Spiesse wie ihre grösste Konkurrentin.

Für die direkt betroffenen Branchen und Exportunternehmen können die Zusatzzölle dennoch eine schwere Belastung sein. Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) die im Inland produzieren und viel in die USA exportieren, sind typischerweise stärker betroffen als global tätige Grossunternehmen. KMU haben oft keinen Standort im Ausland und schnelle Produktionsverlagerungen sind vielfach nicht möglich. Es ist für KMU also besonders schwierig, die Zölle zu umgehen: Das Schweizer Qualitäts-siegel «Made in Switzerland» wird so zur Hypothek. Natürlich werden die hiesigen Firmen versuchen, einen Teil der Zölle auf die US-amerikanischen Kunden abzuwälzen. Bei den bis vor Kurzem geltenden Importzöllen von 39% konnten aber kaum alle Kosten weitergegeben werden. Insbesondere Fabrikate, die eine tiefe Marge aufweisen, waren bei diesen hohen Importzöllen in den USA nicht mehr konkurrenzfähig. Je nach Exponiertheit gegenüber dem US-Markt, spezifischem Marktsegment, Spezialisie- rungsgrad und Wettbewerbssituation kann für betroffene Unternehmen

Grafik 1: US-Zölle verursachen erhebliche Schwankungen im Außenhandel

Güterexporte in die USA, indexiert (01/25 = 100), nominal, nicht saisonbereinigt



Quellen: Zürcher Kantonalbank, BAZG

auch ein Zollsatz von 15% zu erheblichen Umsatzverlusten führen.

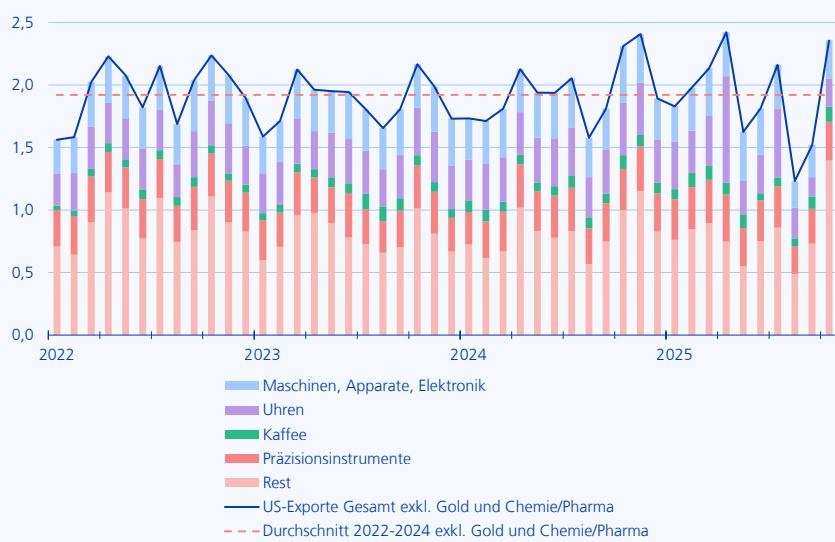
Neuste Zahlen: Schäden halten sich bislang in Grenzen

Der Handel mit den USA steht also vor einer Belastungsprobe. Bereits die Einführung des Basiszolls von 10% hatte in einzelnen Branchen (z.B. Pharmaprodukte im März, Uhren im April und Juli) zu erheblichen Schwankungen geführt (Grafik 1).

Auch im Juli und der ersten Augustwoche dürfte es vereinzelt zu erneuten Vorzieheffekten gekommen sein. Von den Zöllen besonders stark betroffen sind die Uhrenindustrie,

Präzisionsinstrumente und der Maschinenbau, wo viele Firmen ohne erhebliche Marktmacht ihre Exporte in die USA massiv einschränkten oder ganz einstellen mussten. Insbesondere die Uhrenbranche weist denn auch eine negative Entwicklung der Exportzahlen im Jahresverlauf auf (vgl. Grafik 1). Welchen Anteil der bisherigen Exportrückgänge aber tatsächlich den Zollschränken oder eben teilweise auch den Gegenkorrekturen (Fehlen der vorgezogenen Nachfrage) zuzuschreiben sind, kann nicht abschliessend beurteilt werden. Der isolierte Einfluss der Zölle wird erst dann besser ersichtlich, wenn einer-

Grafik 2: Konjunkturreagible Warenexporte zeigen nur kurzfristige Abschwächung
Güterexporte in die USA, in Mrd CHF, nominal, nicht saisonbereinigt



Quellen: Zürcher Kantonalbank, BAZG

Grafik 3: Uhren- und Maschinenexporte derzeit unterdurchschnittlich
Güterexporte in die USA, in Mrd CHF, nominal, nicht saisonbereinigt



Quellen: Zürcher Kantonalbank, BAZG

seits die bereits vor dem Zollschock betätigten Bestellungen ausgeliefert sind und andererseits die kurzfristig aufgestockten Lager in den USA wieder geleert sind.

Wenn man die nicht konjunktursensitiven und vom Zolltarif ausgenommenen Kategorien Pharma und Gold ausklammert, zeigt sich, dass vor allem im August und September der exportierte Warenwert unter den sonst üblichen Verkaufsvolumen lag (Grafik 2).

Im Oktober wurden bereits wieder steigende Ausfuhren registriert. Der Schaden hält sich bislang also in Grenzen. Das einzelne Branchen, etwa der Maschinenbau oder die Uhrenindustrie, dennoch Schwierigkeiten bekunden, sieht man in Grafik 3.

Das Ausfuhrvolumen liegt seit August unter dem Niveau der Vorjahre. Insbesondere bei den Maschinen- und Elektronikexporten, die keine Vorzieheeffekte hatten, deuten die Exportzahlen auf eine herausfordernde Lage.

Betroffenheit der Kantone variiert deutlich

Die Auswirkungen der US-Zölle auf die Kantone sind sehr unterschiedlich. Viele Kantone exportieren rund 15 bis 25 Prozent ihrer Güter in die USA und bewegen sich damit nahe am Schweizer Durchschnitt von 17 Prozent (Grafik 4).

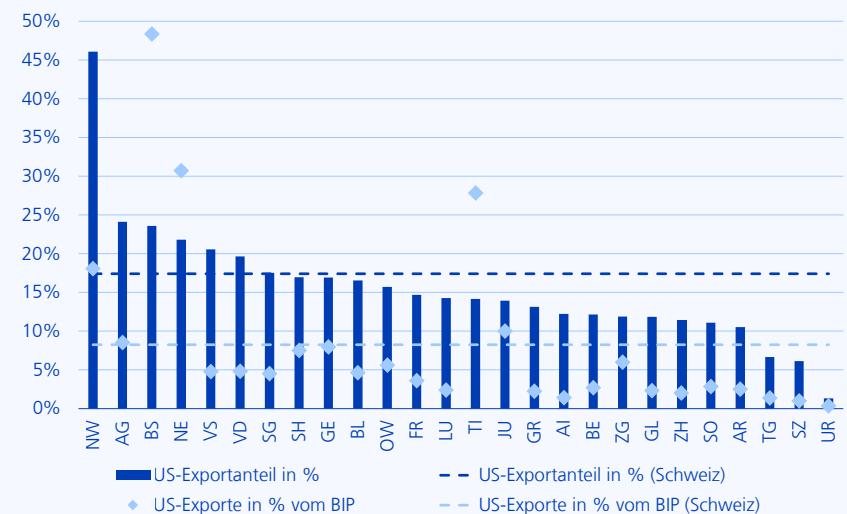
Der Kanton Zürich ist mit einem Anteil von 11 Prozent dagegen unterdurchschnittlich betroffen. Kantone mit einer hohen Exponiertheit gegenüber den USA sind grundsätzlich stärker betroffen. Dazu zählen Nidwalden, Aargau, Neuenburg, Wallis und Waadt. Entscheidend ist aber auch, wie die US-Exportwerte im Vergleich zur kantonalen Wirtschafts-

leistung einzuordnen sind. In den meisten Kantonen sind ungefähr fünf Prozent des BIP betroffen (vgl. Grafik 4). In Nidwalden und Neuenburg ist der Wert der Güterexporte in die USA im Verhältnis zu den vergleichsweise kleinen kantonalen BIP bedeutend. Sowohl beim absoluten Exportwert aber auch bei der relativen Betrachtung im Verhältnis zum BIP liegen jedoch Basel-Stadt und das Tessin an der Spitze.

Um die Analyse zu verfeinern, ziehen wir zusätzlich die Exportanteile der Kantone nach Branchen hinzu (Grafik 5).

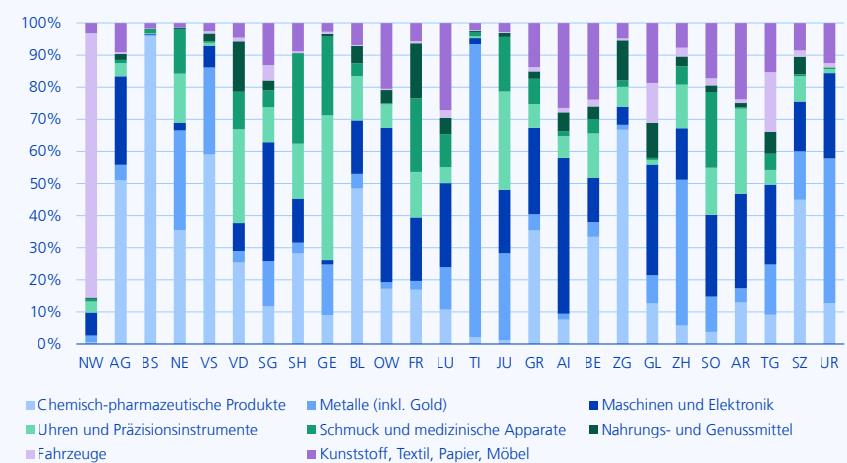
Dabei wird schnell klar, dass Basel-Stadt und Tessin von den Ausnahmeregelungen profitieren. Über 95% aller Exporte von Basel-Stadt fallen auf die Chemie- und Pharmaindustrie, welche von den Zöllen ausgenommen sind. Ähnlich ist es im Tessin, wo Goldexporte eine zentrale Rolle spielen. Dies relativiert und reduziert die unmittelbare Belastung für diese zwei Kantone. Für viele andere Kantone hingegen ist die Industrie ein wichtiges Standbein. In Kantonen wie Nidwalden, St. Gallen oder Aargau sowie in Teilen der Westschweiz (z.B. Neuenburg, Waadt und Jurabogen) ist der Beschäftigungs-, Wertschöpfungs- und Exportanteil der Industrie bedeutend. Die Analyse zeigt, dass die negativen wirtschaftlichen Folgen der Zölle für die Schweiz nicht gleichmässig auf die Kantone verteilt sein werden, sondern regional konzentriert ausfallen dürften. Je grösser die regionale Abhängigkeit von Exporten in die USA, desto mehr Einbussen ist bei den Exporten und der industriellen Beschäftigung und Wertschöpfung zu erwarten.

Grafik 4: Die Kantone sind unterschiedlich stark betroffen
Güterexporte in die USA (inkl. Gold), Durchschnitt 2021-2024



Quellen: Zürcher Kantonalbank, BAZG

Grafik 5: Die Exportstruktur ist entscheidend
Güterexporte in alle Länder (inkl. Gold), Branchenanteile in %, Durchschnitt 2021-2024



Quellen: Zürcher Kantonalbank, BAZG

Schweizer Nebenwerte: Ideale Voraussetzungen für aktives Management

Schweizer Nebenwerte eignen sich ausgezeichnet als aktive Alphaquelle für Schweizer Pensionskassen beziehungsweise als Ergänzung zu einem SPI-Baustein. Im Interview erklärt Dr. Felix Morger, Senior Portfolio Manager für Schweizer Small & Mid Caps im Asset Management der Zürcher Kantonalbank, wie er und seine Kollegen eine Extrarendite für Schweizer Aktienanleger anstreben.

Interview: Stefan Lutz,
Zürcher Kantonalbank



Dr. Felix Morger,
Zürcher Kantonalbank

Schweizer Nebenwerte erzielten im bisherigen Jahresverlauf eine hohe Performance. Was spricht im aktuellen Umfeld für die Nebenwerte?
In der Tat stehen die Schweizer Nebenwerte seit April wieder vermehrt in der Gunst der Anleger. Voraussetzung dafür war im Frühling der vollständige Abbau der mehrjährigen Bewertungsprämie (siehe Grafik 1). Aufgrund der Verunsicherung durch die Ankündigung der umfassenden, globalen Zollerhöhungen im April durch die US-Regierung und dank des Infrastrukturprogramms in Deutschland im Umfang von 500 Milliarden Euro setzte eine vermehrte Nachfrage nach Titeln mit europäischem Exposure ein. Hier konnten die Schweizer Nebenwerte punkten, ist doch die EU ihr traditionell wichtigster Exportmarkt. Insgesamt sind die europäischen Absatzmärkte für die Schweizer Exporteure wesentlich

wichtiger als die US-amerikanischen (siehe Grafik 2).

Die sehr hohen eingeführten Zölle im August sind mit der Vereinbarung Mitte November nun wieder auf ein im internationalen Vergleich vertretbares Niveau von 15% gesunken. Für die kotierten Schweizer Nebenwerte waren die hohen Zölle weniger einschneidend, da viele Unternehmen über Standorte in den USA oder Europa verfügen.

Bekanntlich spielen die Blue Chips im Schweizer Aktienmarkt eine sehr wichtige Rolle, wobei die Sektoren, Gesundheit, Finanzen und Nahrungsmittel dominieren. Wie sieht denn die Zusammensetzung bei den Schweizer Nebenwerten aus?
Der Index der Schweizer Nebenwerte ist ausgeglichener und vielfältiger. Er enthält mehr Sektoren und viele

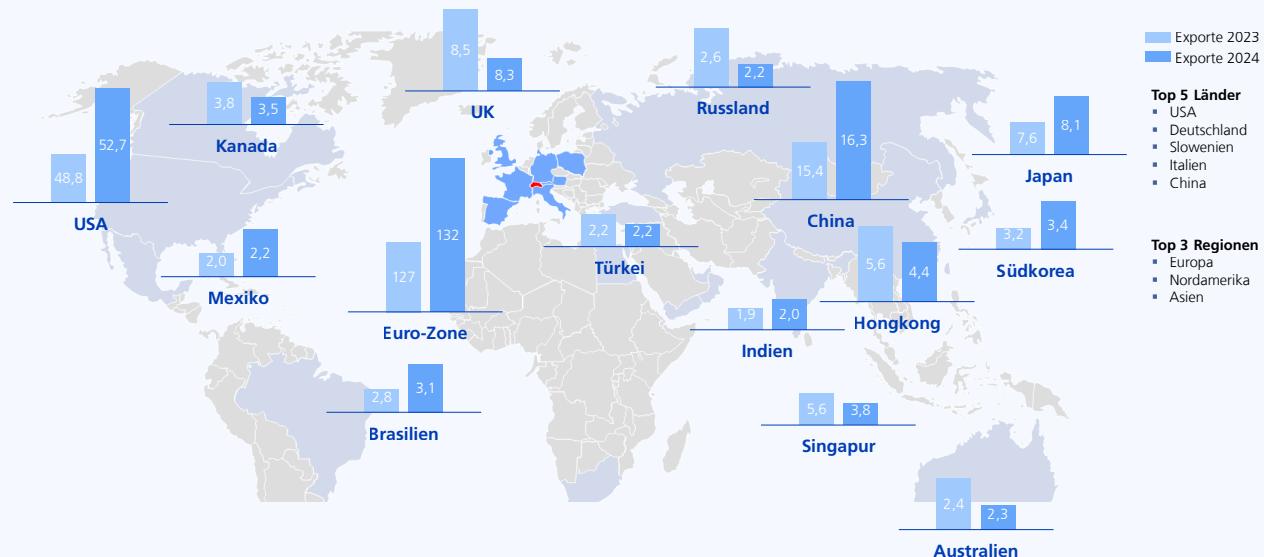
Grafik 1: Entwicklung Schweizer Mid & Small Caps vs. Large Caps

Rückläufige Prämie der Nebenwerte aufgrund Krisen & Handelskriegen – Erholung zeichnet sich mittelfristig ab



Quelle: Bloomberg, Daten per 28.11.2025

Grafik 2: Starke Exportwirtschaft und breit diversifizierter Aussenhandel

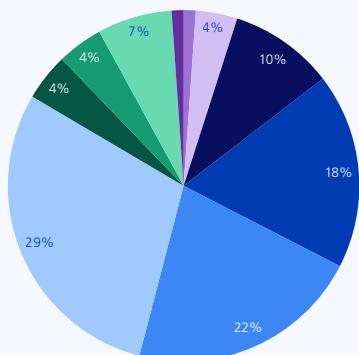


Schweizer Exporte ins Ausland sind 2024 um +3% auf CHF 282 Milliarden gestiegen.
Europa ist bedeutend wichtiger als die USA.

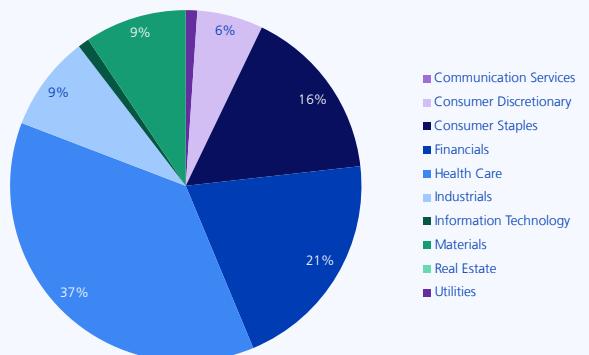
Quelle: Bundesamt für Zoll & Grenzsicherheit, Zahlen in Milliarden CHF, Daten per 31.12.2024.

Grafik 3: Diversifikation spricht für Small & Mid Caps

Sektoren-Klassifizierung nach GICS des Swiss Performance Index Extra



Sektoren-Klassifizierung nach GICS des Swiss Market Index



Quelle: Bloomberg, GICS Sektoren, aktualisiert per 31.12.2024

Grafik 4: Stabilität und diversifiziertes Alphapotenzial dank durchdachter Portfoliokonstruktion

Bottom-up Research



- Qualitative Fundamentalanalyse
- Einbindung umfassender Bewertungstools
- Meetings mit Management, Verwaltungsräten und Analysten
- Systematische ESG-Analyse und -Integration

Grundsätze der Konstruktion



- Gesamter investierbarer Index wird für Investitionen genutzt
- Zusammenbringen ähnlicher Firmen ermöglicht Pair-Trades und Kontrolle von Sektorrisiken
- Die Überzeugungen/Ratings aus dem bottom-up Research steuern das Sizing der einzelnen Titel

Unterstützung durch Tools



- Bildung von Sektoren und Subsektoren aufgrund der Geschäftsmodelle der Firmen
- Numerische Portfolio-Optimierung zeigt die optimalen Gewichte, welche die Überzeugung des PM's und die Risiko-beiträge der einzelnen Titel berücksichtigen

Ein fundiertes bottom-up Research legt die Basis.



Die Portfoliokonstruktion diversifiziert die möglichen Alphaquellen.

Qualitative und quantitative Tools unterstützen den Prozess.

Titel pro Sektor. Dadurch können einerseits «Pair trades» aufgesetzt werden. Das heisst, in einem Subsektor beziehungsweise Subthema ist die Strategie beispielsweise in einem Titel übergewichtet und dagegen in einem anderen Titel untergewichtet. Andererseits können dank der Vielfalt des SPIEX (Swiss Performance Index Extra) viele aktuelle Themen bespielt werden. Gute Beispiele sind die Themen Data Center, Energy

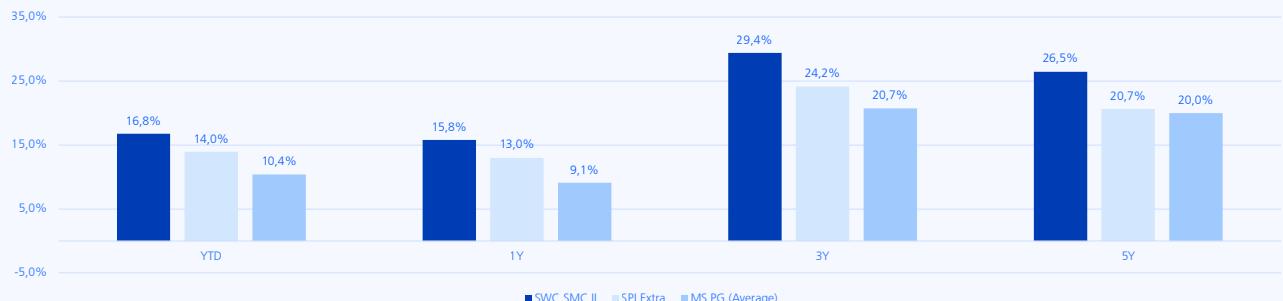
Transition und Aerospace im Bereich Industrie. Dies macht die Zusammensetzung des Portfolios wesentlich interessanter und lässt eine Vielzahl an möglichen Alphaquellen zu.

Sie verantworten die «Small & Mid Caps Switzerland»-Strategien der Swisscanto. Welche Punkte sind bei der Auswahl besonders wichtig? Die Auswahl der Titel geschieht mittels detailliertem bottom-up

Research. Wir analysieren die Aktien in Bezug auf ihre Produkte, Marktstellung, Bilanzqualität und Bewertung. Neben diesem Desk-Research stehen wir in einem regelmässigen Austausch mit dem Management der Firmen und, wo angebracht, mit deren Verwaltungsrat. Dies erlaubt eine Reflektion unserer Erkenntnisse und ermöglicht das Einbringen von Governance-Themen in den Verwaltungsrat.

Grafik 5: Top Performance im direkten Vergleich unabhängig der Zeiträume

Performancevergleich zwischen der Swisscanto Small & Mid Caps Switzerland (II) Strategie (nachfolgend «SWC SMC II»), dem Benchmark SPI Extra und Morningstar Peergroup Kategorie «Switzerland Small/Mid-Cap Equity» per Ende November 2025



Es wird darauf hingewiesen, dass allfällige Angaben über die historische Performance keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance darstellen und allfällig ausgewiesene Performancedaten die bei der Ausgabe und Rücknahme von Fondsanteilen erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt lassen können. Die Nettoperformance des jeweiligen Fonds ist auf Anfrage erhältlich.

Quelle: Morningstar Direct. Alle Angaben absolut kumuliert in CHF (brutto) per 28.11.2025. Aufgrund der Berücksichtigung von «Swing Pricing» können Performanceangaben zu anderen Quellen abweichen.

Können Sie kurz ausführen, wie die Titel in einem Portfolio zusammengeführt werden?

Wir stellen ein Portfolio basierend auf unseren Analysen und Gesprächen zusammen. Es soll eine möglichst stabile, positive Alphaentwicklung erlauben und Sektor- und Style-Exposures, so gut es geht, vermeiden. Damit dies gelingt, greifen wir auf quantitative Elemente zurück und wenden eine numerische Portfolio-Optimierung an. Das Ziel ist, dass die Qualität

unserer Titelauswahl das Alpha treibt. Der Gesamtmarkt soll einen möglichst tiefen Einfluss auf Entwicklung des Alphas haben.

Wie hat sich dieser Ansatz in der Praxis bewährt?

Unser Ansatz hat in den vergangenen Jahren nicht nur in der Theorie, sondern auch in der Praxis ausgezeichnet funktioniert, wie sich anhand der Fondsperformance belegen lässt. So erzielte die Stra-

egie beispielsweise über drei Jahre gegenüber der Benchmark eine Out-performance von total 5.2% beziehungsweise rund 1.8% pro Jahr. Aufgrund der geschilderten Argumente wie der breiteren Diversifikation und der Alphamöglichkeiten erachten wir es für Schweizer Pensionskasse als sinnvoll, eine aktiv verwaltete SMC-Strategie als Ergänzung zu einer SPI-Strategie zu prüfen.

Wirtschaft und Finanzmärkte

Einschätzung der Zürcher Kantonalbank zur Konjunktur- und Marktentwicklung

Dr. David Marmet, Investment Solutions,
Zürcher Kantonalbank

Die wichtigsten globalen Vorlauf- und Stimmungsindikatoren tendieren weiter nach oben und signalisieren damit eine wachsende Zuversicht. Unser Frühindikator für die Weltwirtschaft liegt gegenwärtig auf dem höchsten Stand seit Ende des vergangenen Jahres (Abbildung 1). Die Wachstumsdelle vom Frühling, die aufgrund der chaotischen Handelspolitik von US-Präsident Trump für grosse Verunsicherung und Pessimismus gesorgt hatte, ist damit bereits wieder verschwunden. Die verschiedenen Teilkomponenten des Indikators zeigen zudem, dass die Erholung breit abgestützt ist. Lediglich das Konsumentenvertrauen verharrt in vielen Ländern immer noch auf einem relativ tiefen Niveau. Dies lässt sich aber nicht mit den üblichen fundamentalen Treibern erklären, sondern scheint vor allem innenpolitische und geopolitische Gründe zu haben. Die Lage am Arbeitsmarkt, die Inflation sowie die Einkommens- und Zinsentwicklung sprechen nämlich in den meisten Regionen für eine anziehende Dynamik beim Privatkonsum. Der globale Indikator liegt zwar immer noch unter seinem langfristigen Durchschnitt. Das bedeutet aber auch, dass weiteres Aufwärtspotenzial besteht und dass das Risiko für eine überhitzte Wirtschaft gering ist, was aus Anlegersicht positiv zu werten ist.

Abwärtsrisiken sind weniger virulent geworden
 Die wichtigsten Abwärtsrisiken für unser Basisszenario sind in den vergangenen Wochen zwar nicht verschwunden. Sie scheinen aber zumindest etwas weniger virulent geworden zu sein. So nährt der überraschende Waffenstillstand zwischen Israel und den Hamas die Hoffnung auf Frieden im Nahen Osten. Ähnliches gilt auch im Handelskonflikt. Die US-Importzölle sind in diesem Jahr zwar markant von 2% auf über 15% gestiegen. Der globale Güterverkehr dürfte gemäss neuesten Schätzungen des Internationalen Währungsfonds dieses Jahr aber dennoch um rund 3% wachsen und zwischen den beiden grössten Volkswirtschaften USA und China ist es Ende Oktober wieder zu einer Annäherung gekommen. Die hohe Staatsverschuldung stellt in vielen Industrieländern eine grosse Herausforderung dar, namentlich in den USA und in Frankreich. Die nun in den Parlamenten diskutierten Haushaltsbudgets für das kommende Jahr lassen jedoch keine Warnsignale aufleuchten. Während in Grossbritannien und Italien die Haushaltssolidierung vorangetrieben wird, ist in Deutschland und Japan mit einem positiven Fiskalimpuls zu rechnen, den sich letztere aber auch leisten können. In den meisten Ländern

wird die Fiskalpolitik jedoch keinen nennenswerten Effekt auf Wachstum und Zinsen ausüben.

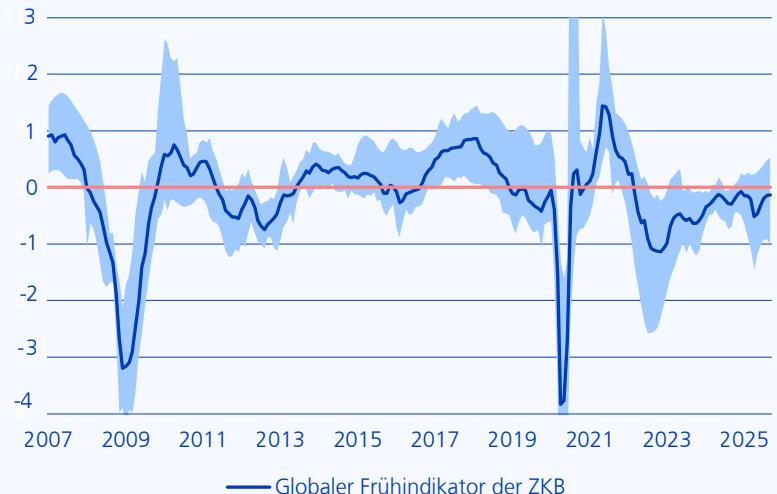
Boom bei der künstlichen Intelligenz setzt sich fort
 Den Risiken stehen außerdem auch bedeutende Chancen gegenüber. So ist bis jetzt kein Ende des imposanten Booms im Bereich der künstlichen Intelligenz feststellbar. Allein die vier US-Konzerne Alphabet, Amazon, Meta und Microsoft tätigen dieses Jahr Kapitalinvestitionen von über 300 Milliarden US-Dollar. Sie kompensieren damit die geringe Investitionsdynamik in den anderen Bereichen der US-Wirtschaft und bilden eine wichtige Wachstumsstütze, zumal sie mit der Hoffnung verbunden sind, dass die Arbeitsproduktivität und damit auch die Unternehmensgewinne deutlich gesteigert werden können. Weitere Opportunitäten für Wirtschaft und Finanzmärkte sehen wir in den sinkenden Leitzinsen der Notenbanken, den tieferen Energiepreisen sowie den steigenden Haushaltseinkommen. Die Abwärtsrisiken werden damit mehr als aufgewogen.

Schweiz: Die Nullzinspolitik ist gekommen, um zu bleiben
 Für die zweite Jahreshälfte ist in der Schweiz mit einer schwachen Wirtschaftsentwicklung zu rechnen. Diese geht einerseits auf eine Korrektur

bei den Warenexporten zurück. Die Umkehr der Vorzieheffekte und die im August deutlich erhöhten Zölle auf Schweizer Lieferungen in die USA belasten die Exporttätigkeit. Zudem dämpfen die niedrige Auslastung der Produktionskapazitäten und die anhaltende Unsicherheit die Investitionstätigkeit. Der private Konsum wird aber trotz schwächerer Dynamik weiterhin die Konjunktur stützen. Angesichts der hohen Nachfrage und der gesunkenen Zinsen wird sich zudem auch die Bautätigkeit graduell wiederbeleben.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat im Dezember ihren Leitzins unverändert bei 0% belassen. Das SNB-Direktorium betonte wiederholt, dass die Hürden für einen negativen Leitzins hoch seien. Die Kosten der Negativzinsen waren ein relevanter Punkt für die Beibehaltung der aktuellen Zinspolitik. Mindestens so wichtig war aber die wirtschaftliche Gemengelage: Eine noch expansive Geldpolitik braucht es zurzeit nicht. Zwar wird die auf Anfang September gültige hypothekarische Referenzzinssatzsenkung den Mietpreisanstieg im Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) ab Februar 2026 dämpfen. Andere Komponenten im LIK, wie die Energiepreise, wirken gleichzeitig in die andere Richtung. Die von der

Abbildung 1: Globaler Frühindikator erreicht neuen Jahreshöchstwert
ZKB-Index basierend auf sieben Teilindikatoren, standardisierte Werte



Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

SNB im Rahmen der geldpolitischen Lagebeurteilung publizierte bedingte Inflationsprognose zeigt folgerichtig leicht nach oben – wie auch unsere Prognose von 0.3% für nächstes Jahr. Wir gehen davon aus, dass die aktuelle Nullzinspolitik für die nächsten Quartale ihre Gültigkeit haben wird. Entsprechend klein ist das Zinsanstiegspotential von länger laufenden Swapkontrakten.

Zudem bewegt sich Schweizer Franken gegenüber dem Euro über die letzten zwölf Monate in einem engen Band (Abbildung 2). Zu stärkeren Kursbewegungen kam es einziger Anfang März, als sich im Rahmen der Koalitionsverhandlungen in Deutschland die Aufweichung der Schuldenbremse abzeichnete, was dem Euro zu einem Sprung nach oben verhalf. Und in den Turbulenzen im April, als der Schweizer Franken stärker zulegte. Im Oktober war allerdings der Wechselkurs unter das April-Tief gefallen. Unter anderem lasteten enttäuschende

Zahlen zur Industrieproduktion in Deutschland auf der Gemeinschaftswährung. Über die nächsten Quartale gehen wir aber davon aus, dass die Wirtschaftsaktivität im Euroraum anziehen und sich das Wirtschaftswachstum wieder leicht erholen wird. Zuversichtlich stimmten schon mal die Einkaufsmanagerindizes, wo der Composite-Wert zuletzt auf den höchsten Stand seit zwei Jahren stieg. Dies sollte den Euro stützen. Hingegen hat sich der US-Dollar zum Franken markant abgeschwächt. Einer Dollarschwäche mit einer SNB-Zinssenkung beizukommen, wäre indes ein «Kampf gegen Windmühlen».

Anlagepolitik: Gewinnerwartungen eilen Konjunktur voraus
Wie im Vorquartal bevorzugen wir Aktien gegenüber Obligationen. Die Gewinnerwartungen entwickeln sich insgesamt positiv, was auf eine vielversprechende Dynamik an den Aktienmärkten hinweist. Gleichzeitig schaffen die Zinssenkungen der

Abbildung 2: EUR/CHF mit langer Seitwärtsentwicklung

EUR/CHF-Kurs, letzte 12 Monate



Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

US-Notenbank, die geordnete Konjunkturabkühlung und die moderaten Inflationsrisiken trotz Zöllen eine stabile Grundlage für die Märkte. In den USA verleiht das Thema «Künstliche Intelligenz» dem Aktienmarkt Rückenwind. Die Unternehmensgewinne dürften weiter steigen und stehen den Risiken einer überdurchschnittlichen Marktbewertung gegenüber. Im insgesamt positiven Marktumfeld sehen wir die grössten Chancen in den Schwellenländern und in Europa. So verzeichnen die Schwellenländer insgesamt ein weiterhin robustes Wirtschaftswachstum. Die Bewertungen bleiben attraktiv und der schwächernde US-Dollar wirkt stützend. Europa befindet sich in der konjunkturellen Erholung, bei ebenfalls vorteilhaften Bewertungen. Beide Positionen bleiben für uns attraktiv. Die Schweiz gewinnt an

Momentum. Der Finanzsektor weist steigende Gewinnperspektiven auf, die Bewertungen insbesondere im Pharmasektor sind attraktiv, und die Handelsbeziehungen mit den USA haben sich verbessert.

Der Beginn des Zinssenkungszyklus der US-Notenbank hat unter anderem dazu beigetragen, dass der Druck auf die japanische Notenbank abnahm, ihre Zinsen trotz erhöhter Inflation anzuheben. Vor diesem Hintergrund haben wir in den letzten Monaten unsere Position auf japanische Obligationen reduziert. In der Schweiz befinden sich die Verfallsrentiten auf tiefem Niveau. Schweizer Unternehmensanleihen haben relativ betrachtet an Attraktivität gewonnen. Globale Staatsanleihen bieten aufgrund höherer Renditeniveaus und weiterer Zinssenkungen mehr

Kurs- und Ertragspotenzial, was einen Puffer gegen Währungsrisiken darstellt. Die langfristigen Zinsen in den USA und verschiedenen europäischen Staaten bleiben aufgrund fiskalpolitischer Unsicherheit und hoher Staatsverschuldung erhöht.

Gold nimmt im Portfolio eine wichtige Funktion ein. Es dient als Absicherung gegen Rückschläge an den Finzmärkten. Der Goldpreis wird durch die Nachfrage der Zentralbanken und von Privaten (ETF-Investoren) angetrieben und durch das Tiefzinsumfeld und den schwächernden US-Dollar begünstigt. Angesichts der wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheiten dürfte sich der Aufwärtstrend fortsetzen – zwischenzeitliche Verschnaufpausen nicht ausgeschlossen. Gold bleibt ein attraktiver Bestandteil unserer taktischen Anlagepolitik.

Abbildung 3: Taktische Asset-Allokation der Anlagestrategie «Balance» (Stand: 01.12.2025)



Quelle: Zürcher Kantonalbank, Investment Solutions

Rechtliche Hinweise

Die Zürcher Kantonalbank hat sich bei der Erstellung dieser Publikation an den Anlagebedürfnissen und -spezifika schweizerischer Vorsorgeeinrichtungen orientiert. Dieses Dokument dient Informations- und Werbezwecken. Es ist für die Verbreitung in der Schweiz bestimmt und richtet sich nicht an Anleger in anderen Ländern. Das Dokument stellt weder ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Dienstleistungen dar, noch bildet es eine Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Die in diesem Dokument beschriebenen Produkte und Dienstleistungen sind für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen (insbesondere Regulation S des US Securities Act von 1933) nicht verfügbar. Es wird empfohlen, die Informationen allenfalls unter Bezug einer Beraterin oder eines Beraters auf die Vereinbarkeit mit den persönlichen Verhältnissen sowie auf rechtliche, regulatorische, steuerliche und andere Auswirkungen zu prüfen. Das Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt und kann Informationen aus sorgfältig ausgewählten Drittquellen enthalten. Die Meinung von Gastautoren muss sich nicht mit derjenigen der Zürcher Kantonalbank decken. Die Zürcher Kantonalbank bietet keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung des Dokuments oder von Informationen daraus ergeben. Jede Investition ist mit Risiken, insbesondere in Bezug auf Wert-, Ertrags- und allenfalls Währungsschwankungen, verbunden. Es wird darauf hingewiesen, dass allfällige Angaben über die historische Performance keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance darstellen und dass allfällig ausgewiesene Performancedaten die bei der Ausgabe und Rücknahme von Fondsanteilen erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt lassen können. Allfällige im Dokument enthaltene Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken dienen lediglich Informationszwecken. Sie sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Hinsichtlich allfälliger Angaben bezüglich Nachhaltigkeit wird darauf hingewiesen, dass es in der Schweiz kein allgemein akzeptiertes Regelwerk und keine allgemeingültige Liste von Faktoren gibt, die es zu berücksichtigen gilt, um die Nachhaltigkeit von Anlagen zu gewährleisten.

Wo nicht anders angegeben, beziehen sich die Angaben in diesem Dokument auf Swisscanto Fonds mit Domizil Schweiz («Swisscanto (CH)») und/oder Luxemburg («Swisscanto (LU)») und/oder auf Anlagegruppen der Swisscanto Anlagestiftungen und/oder Vermögensverwaltungsmandate bei der Zürcher Kantonalbank. Alleinverbindliche Grundlage für den Erwerb von Swisscanto Fonds sind die aktuellen Fondsdokumente (z. B. Fondsvorträge/Vertragsbedingungen, Prospekte, wesentliche Anlegerinformationen beziehungsweise Basisinformationsblätter sowie Geschäftsberichte), welche unter swisscanto.com, bei der Swisscanto Fondsleitung AG, Bahnhofstrasse 9, CH-8001 Zürich (ebenfalls Vertreterin der luxemburgischen Swisscanto Fonds) und in allen Geschäftsstellen der Zürcher Kantonalbank bezogen werden können. Die Zahlstelle für die luxemburgischen Swisscanto Fonds in der Schweiz ist die Zürcher Kantonalbank, Bahnhofstrasse 9, CH-8001 Zürich. Alleinverbindliche Grundlage für Anlagen in Anlagegruppen der Swisscanto Anlagestiftungen sind die Statuten, Reglemente, Anlagerichtlinien und allfällige Prospekte der Swisscanto Anlagestiftung beziehungsweise der Swisscanto Anlagestiftung Avant. Diese können bei den Swisscanto Anlagestiftungen, Bahnhofstrasse 9, 8001 Zürich, bezogen werden.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können von der Zürcher Kantonalbank jederzeit ohne vorgängige Ankündigung geändert werden. Dieses Dokument wurde nicht von der Abteilung «Finanzanalyse» im Sinne der von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» erstellt und unterliegt folglich nicht diesen Richtlinien.

Pensionskassenseminare der Zürcher Kantonalbank

Hier bilden sich
Stiftungsräte weiter.

Unsere Seminarreihe 2026

Basisseminar – 25. Juni 2026

Lernen Sie die Grundlagen der beruflichen Vorsorge kennen und finden Sie Antworten auf aktuelle Fragestellungen.

Vertiefungsseminar – 1. September 2026

Knüpfen Sie direkt an das Basisseminar an und vertiefen Sie Ihr Wissen in zentralen Fokusthemen.

Erweiterungsseminar – 5. November 2026

Für Fortgeschrittene: Praxisorientierte Vertiefung aktueller Herausforderungen in der beruflichen Vorsorge.

Die Seminare finden im Park Hyatt Zürich statt.

Ganztags
oder modular
buchbar

**Weitere Informationen und Anmeldung
via QR-Code oder unter zkb.ch/pk-seminar**

