



Foto: Andreas Busslinger

Weltwirtschaft wächst weiterhin

Anfang 2025 schien es der Weltwirtschaft gut zu gehen. Inzwischen hat die Dynamik etwas nachgelassen, doch der global zusammengesetzte Einkaufsmanagerindex (PMI) entspricht immer noch einem trendähnlichen Wachstum. Somit bleiben wir bei unserem Hauptszenario, dass wir weiterhin von einem weltwirtschaftlichen Wachstum von rund 3% in diesem Jahr ausgehen. Auch die OECD prognostiziert ein solches Realwachstum im laufenden und im kommenden Jahr.

Das grösste konjunkturelle Risiko wird in der US-Handelspolitik und im entsprechend tiefen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in den USA gesehen. Da wird mit einer Verlangsamung des BIP-Wachstums auf 1.6% im Jahr 2026 gerechnet – aufgrund der disruptiven US-Zoll- und Handelspolitik. Ängste und Unsicherheit radierten den Optimismus bei den KMUs aus. Die Aussichten auf eine fortgesetzt

inflationsbehaftete Politik bleiben erheblich und belasten damit das Investorensentiment wie auch die Kapitalmarktstimmung. Kurzfristig ist deshalb mit einer verlängerten Korrektur zu rechnen. Die Befürchtungen einer unmittelbar bevorstehenden Rezession in den USA erscheinen uns übertrieben, doch das Risiko einer Stagflation bleibt real.

Unsere Auffassung zu Beginn des Jahres, dass europäische Aktien über eine attraktive Bewertung verfügen, erfüllte sich früher als erwartet. Ebenfalls ist die Europäische Zentralbank zu einer neutralen Geldpolitik zurückgekehrt und europäische Entscheidungsträger ergriffen entschlossen Massnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft wie auch zur Sicherung des Friedens. Das Momentum spricht gegenwärtig für europäische Aktien, doch ist eine selektive Selektion mit disziplinierter Diversifikation von Nöten.

Erstes Quartal positiv abgeschlossen

Die Rahmenbedingungen für eine positive Performance im ersten Quartal waren höchst anspruchsvoll. Der Weltaktienindex (BBG World -4.2% in CHF) fiel zwar nicht so deutlich zurück wie der dominante US S&P 500 Aktienindex (-4.6% in Dollar, -7.1% in CHF). Der Tech-Index (-10.4% in Dollar, -12.7% in CHF) stürzte in eine Korrekturphase. Der Weltanleiheindex (+0.2% in CHF) hielt sich stabil, während der Schweizer Anleiheindex (-1.3% in CHF) spürbar zurückging. Da kam die Aufbruchstimmung in Europa gelegen. Die Schweizer Aktien (SMI: +8.6%) legten klar zu und mittelten sich in die Performance von europäischen Aktienindizes ein.

Bei den einzelnen Titeln erfuhr die Gesamtrendite im ersten Quartal eine grosse Bandbreite (in CHF): von Nvidia (-21%), Alphabet

(-20%), Amazon (-15%) und Apple (-13%) an einem Ende bis Aktien wie Helvetia (+22%), Cembra Money Bank, Allianz und Deutsche Telekom (je +21%), Engie (+20%), Nestlé, Veolia und Vinci (je +19%) am anderen Ende.

In dieser Kapitalmarktumgebung erzielte die defensiven Risikoklasse 1 im ersten Quartal 2025 eine leicht positive Rendite. In der «balancierten» Risikoklasse 3 war die volatile US-Tech-Aktienperformance spürbar, noch stärker in der dynamischen Risikoklasse 5, die das Quartal mit +2.0% abschloss. Aussergewöhnlich gut verläuft derzeit die Performance der Dividendenstrategie. Das geht auf zahlreiche starke Dividendenaktien zurück. US-Aktien sind darin nicht vorhanden.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	März 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	-0.7%	+1.4%
Zugerberg Finanz R2	-1.0%	+1.8%
Zugerberg Finanz R3	-1.3%	+1.7%
Zugerberg Finanz R4	-1.7%	+1.6%
Zugerberg Finanz R5	-1.8%	+2.0%
Zugerberg Finanz RDividenden	+0.7%	+9.2%
Zugerberg Finanz Revo1	-1.1%	+1.1%
Zugerberg Finanz Revo2	-1.8%	+1.3%
Zugerberg Finanz Revo3	-2.1%	+1.2%
Zugerberg Finanz Revo4	-2.4%	+1.6%
Zugerberg Finanz Revo5	-2.7%	+2.0%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-0.1%	+8.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-1.2%	-0.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-1.0%	-0.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.8%	-0.3%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	März 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.6%	+0.8%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-0.8%	+1.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-0.8%	+1.7%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-1.3%	+2.0%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-1.6%	+2.2%

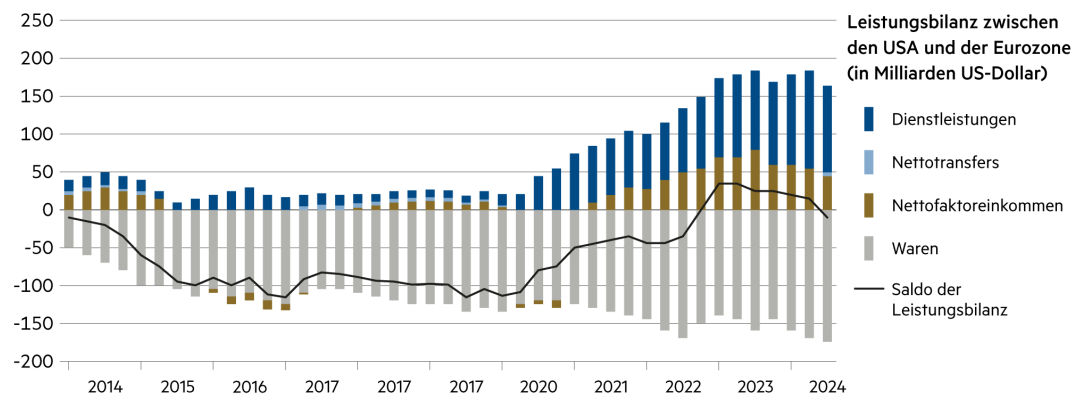
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	März 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-1.1%	+1.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-1.8%	+1.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-2.1%	+1.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-2.4%	+1.6%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-2.7%	+2.0%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-0.1%	+8.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-1.2%	-0.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-1.0%	-0.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.8%	-0.3%

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

Makroökonomie

Europa ist in einer guten Position



Ausgeglichene Leistungsbilanz zwischen den USA und der Eurozone (Quelle: Europäische Zentralbank, Allianz Research | Grafik: Zugerberg Finanz)

Zollpolitisch sind vor allem China, Mexiko und Vietnam unter Druck. Auch mit der Eurozone streitet US-Präsident Donald Trump auf der Grundlage der Bilanz von Gütern. Da besteht tatsächlich ein Defizit, weil die USA weniger Güter in der Eurozone verkaufen als umgekehrt. Betrachtet man jedoch die Dienstleistungsbilanz, dreht sich die Perspektive. Die USA verfügen über einen grossen, wachsenden Überschuss. Die EU strebt deshalb ein Freihandelsabkommen von Gütern und Dienstleistungen mit den USA an.

Donald Trump hat keine Mühe, einzelne Wirtschaftsgrössen selektiv wahrzunehmen und daraus Forderungen nach einer «fairen» Bilanz mit den USA abzuleiten. Während diverse Länder tatsächlich einen sehr ungleichen Austausch von Gütern und Dienstleistungen mit den USA pflegen, ist der Sachverhalt in Bezug auf die Eurozone respektive die Europäische Union spannend.

Für Europa müssen die Verhandlungen mit Donald Trump über Waren hinausgehen. Abhängig ist man insbesondere bei Flüssigerdgas (LNG). Ansonsten bringt der Streit um Aluminium, Stahl, Wein, Motorräder und Bourbon wenig. Die Europäische Union hat klar ihre Verhandlungsbereitschaft signalisiert. Sie sieht sich zurecht in einer guten Position, denn sie könnte den Dienstleistungshandel als Hebel nutzen.

Die USA hat im Warenverkehr ein erhebliches Handelsdefizit mit Europa, doch das Verhältnis ist ausgeglichener, wenn man den Dienstleistungshandel betrachtet. Da verzeichneten die USA im dritten Quartal 2024 einen kumulierten Überschuss von 105.9 Milliarden Dollar gegenüber der Eurozone über vier Quartale hinweg. Wird das Nettofaktoreinkommen aus dem Ausland einbezogen, ist

die Leistungsbilanz (d. h. die Handels- und Dienstleistungsbilanz zusammengezählt) ausgeglichen.

Einfach betrachtet: Im Warenhandel erzielt Europa Überschüsse, im Dienstleistungshandel die USA, vor allem Finanz- und Internetdienste. Der bereits schwache Dollar und die sich abzeichnende Tendenz zu einer weiteren Abschwächung dürfte den amerikanischen Dienstleistungsexport beflügeln und zugleich den Güterimport dämpfen.

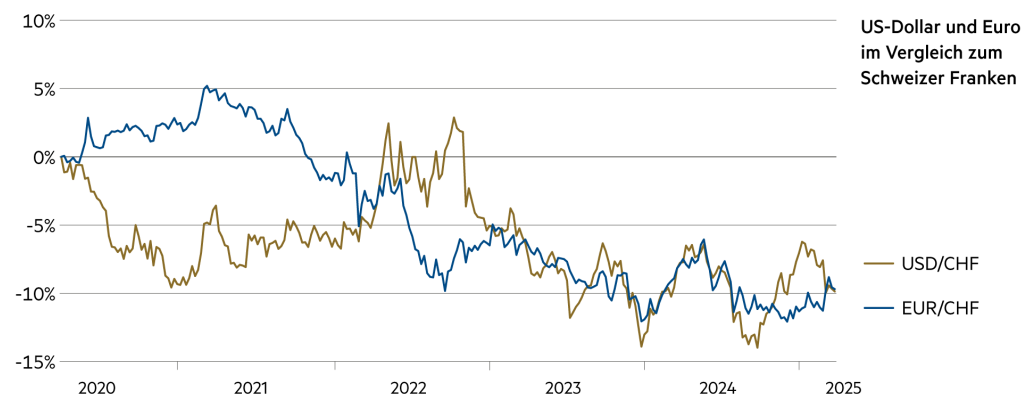
Zahlreiche Forschungsarbeiten zeigen, dass handelspolitische Unsicherheiten das BIP senken, indem es Investitionen verzögert. Die Auswirkungen handelspolitischer Unsicherheiten auf die Beschäftigung sind dagegen weniger eindeutig. Insgesamt steuern wir auf ein moderates, reales BIP-Wachstum in den USA (+1.6%; 0.8% weniger als zu Jahresbeginn) und in Europa (+1.3%; 0.5% mehr) im laufenden Jahr hin. Doch insbesondere in Europa dreht sich das Bild, und die Aktienmärkte – als konjunkturelle Frühindikatoren – teilen diese Einschätzung.

Europäische Aktien sind gut ins neue Jahr gestartet, angetrieben von sich verbessernden Wirtschaftsindikatoren, attraktiven Bewertungen und einem günstigen geldpolitischen Umfeld. Das dürfte sich in den kommenden Monaten weiter akzentuieren. Auch US-Anleger erfahren die wahren Vorteile einer Diversifikation nur, wenn sie auch Europa in ihr Portfolio aufnehmen. Allzu viele US-Anleger haben sich in den letzten Jahren aus Europa komplett verabschiedet. Gegenwärtig zeichnet sich eine Rückkehr ab, weil die markttechnischen Momentum-Faktoren kein zusätzliches US-Aktienengagement signalisieren.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Wir erwarten ein reales BIP-Wachstum in der Höhe von +1.3% (2025), ausgehend von steigenden Reallöhnen und einer lockereren Geldpolitik.
Eurozone, Europa	↗	↗	Das Wachstumspotenzial ist grösser als von vielen erwartet und kann – aufgrund der vorhandenen Produktionskapazitäten – ohne Inflationsantrieb genutzt werden.
USA	↗	↗	Die geo- und handelspolitischen Unsicherheiten wirken bis weit in die eigene Bevölkerung und hemmen die optimale Ausschöpfung des Wachstumspotenzials.
Rest der Welt	↗	↗	Globale Entwicklungen stellen auch für die schweizerische Volkswirtschaft weiterhin das Hauptrisiko dar. Gemäss OECD bleiben die Aussichten jedoch intakt.

Liquidität, Währung

Der Euro legt im 1. Quartal zu, der Dollar verliert



Die Wechselkurse von US-Dollar und Euro zum Schweizer Franken in den letzten 5 Jahren (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Schwächesignale aus der US-Volkswirtschaft wurden sogleich mit einem schwächeren Dollar quittiert. Die US-Zentralbank Federal Reserve sieht das Risiko einer Stagflation in den USA durch die drastischen Zollerhöhungen, die rasant zunehmende politische Unsicherheit und die sich verschlechternde Konsumentenstimmung. Dafür legte der Euro zu, seit die «Vereinigten Staaten von Europa» willens sind, mehr für ihre Sicherheit und Verteidigung zu tun.

Doch über fünf Jahre bleibt klar: Beide Währungen (Euro und Dollar) befinden sich auf einem Abwärtstrend gegenüber dem Schweizer Franken. Der Euro verlor in dieser Periode 9.8%, der Dollar 8%. Gemäss der Kaufkraftparität besteht beim Dollar allerdings der höhere Abwertungsdruck.

Als Zeichen der Schwäche wird auch die Konsumentenstimmung in den USA gewertet. Sie ist unter dem Einfluss der erratischen Zollpolitik eingebrochen, als die langfristigen Inflationserwartungen (3.9%) den höchsten Stand seit 32 Jahren erreichten. Dies unterstrich die Befürchtung, dass Donald Trumps Wirtschaftspolitik die Wirtschaft belastet.

Der Stimmungsindex der University of Michigan fiel im März auf einen Wert von 57.9. Das ist der dritte monatliche Rückgang in Folge und deutlich tiefer, als ihn die Ökonomen erwartet hatten. Die Detailhandelsverkäufe legten im Februar immerhin etwas zu (+0.2%), nachdem sie im Januar stark zurückgingen (-1.2%). In den USA spielt der Vermögenseffekt eine zentrale Rolle, weil 90% der Ersparnisse in Aktien angelegt sind. Fallen die Kurse der US-Aktien, drückt dies unmittelbar auf die Konsumentenstimmung – nicht nur

bei den tiefen Einkommen, sondern eben auch bei den einkommens- und vermögensstarken Haushalten. Viel beachtet wird letztlich das Konsumverhalten in Restaurants und Bars. Hier kam es zum stärksten Rückgang seit einem Jahr.

Nachdem der Offenmarktausschuss der Fed (FOMC) in den letzten drei geldpolitischen Sitzungen des Jahres 2024 Zinssenkungen um insgesamt 100 Basispunkte vorgenommen hatte, stimmte er im Januar dafür, den Zielbereich für die Federal Funds bei 4.25% bis 4.50% zu belassen und bestätigte dies im März. In der «Forward Guidance» zu den Leitzinsen in der aktualisierten Fed-Erklärung gibt es keine wesentliche Änderung.

Die Wirtschaftsprognosen des FOMC gehen allerdings in eine pessimistische Richtung. Die Medianprognose für das BIP-Wachstum im Jahr 2025 sank von 2.1 % auf 1.7%, wobei die Bandbreite von 1.5% bis 1.9% reicht. Die Medianprognose für die Arbeitslosenquote per Ende 2025 stieg von 4.3% auf 4.4% und jene für die PCE-Kerninflation stieg von 2.5% auf 2.8%. Die Bandbreite für die Kerninflation ist angesichts der vielfältigen Unsicherheiten auseinandergegangen und beträgt 2.5% bis 3.5% für das laufende Jahr.

Damit ist die Wahrscheinlichkeit einer konjunkturellen Abwärtsbewegung grösser als die einer Aufwärtsbewegung. Unklar bleibt, wo die Abwärtsbewegung endet. Jedenfalls nahm die Rezessionswahrscheinlichkeit gemäss der Fed New York auf 27% zu. Die Fed-Prognoseeinheit in New York sieht gegenwärtig ein unverändert hohes, deutliches Plus (+2.9%) in der Echtzeit-Bestimmung des BIP. Die Fed in Atlanta kommt dagegen derzeit auf ein deutliches Minus (-2.8%).

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Am kurzen Ende leihen sich Banken gegenseitig Geld zu lediglich 0.18% (3 Monate), 0.16% (6 Monate) und 0.12% (12 Monate) aus. Der Spielraum für Zinsen wird kleiner.
Euro / Schweizer Franken	→↗	→	Die EZB dürfte mit einer hohen Wahrscheinlichkeit am 17. April zum nächsten Zinsschritt übergehen, wodurch der Zielzins auf 2.25% fallen würde.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Die Fed Fund Rates bleiben mit einer hohen Wahrscheinlichkeit bis am 18. Juni unverändert hoch sowie restriktiv und forcieren die konjunkturelle Abkühlung.
Euro / US-Dollar	→↗	→↗	Der Kurs könnte von gegenwärtig 1.08 innerhalb von zwölf Monaten auf 1.15 bis 1.18 steigen, sollte die europäische Konjunktur sich weiter beschleunigen.

Anleihen

Anleihensmärkte bleiben gelassen



Risikoaufschlag in US-Anleihen mit «BBB» Rating in den letzten 5 Jahren (Quelle: FRED, Federal Reserve Economic Data | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Aktien auf dem wichtigsten Markt der Welt (USA) fielen vor kurzem auf ein Sechsmonatstief. Es gibt zudem Anzeichen, weshalb die in den letzten Wochen beobachtete erhebliche Volatilität noch anhalten dürfte. Hingegen verzeichnen wir bei den Risikoprämien für Anleihen mit hoher Bonität weiterhin historisch tiefe Werte. Das interpretieren wir als positives Zeichen. Nur eine deutliche Ausweitung der Kreditrisikoprämien (sog. «Credit Spreads») könnte beunruhigen.

Eine grossflächige Risikovermeidungsbewegung auf breiter Front machen wir bei den Anleihen weiterhin nicht aus. Die Kreditrisikoprämien befinden sich in der Nähe historischer Tiefstwerte. Auf allen drei Märkten (USD, EUR, GBP) kam es zu einer leichten Parallelverschiebung der Kurven, wobei Anleihen mit niedrigerem Rating und nachrangige Anleihen eine schwächere Performance aufwiesen. Unterdessen lässt sich auch feststellen, dass die Branchen kein Hauptfaktor sind. Vielmehr ist es der verlorene Optimismus in den USA.

Nur da weisen gestiegene Risikoprämien auf zunehmende Marktspannungen hin. Bei den hochverzinslichen Industrianleihen nahmen diese seit November 2024 von 275 auf 327 Basispunkte (+52 BP) zu. Bei den US-Versorgungsunternehmen fiel der Anstieg mit 76 Basispunkten noch stärker aus. Gleichzeitig fielen die Risikoprämien im europäischen Kapitalmarkt: Bei den hochverzinslichen Anleihen fiel dies typischerweise deutlicher aus als bei den Anleihen mit einer sehr guten Bonität.

Der Markt scheint seine zuversichtlichen Perspektiven nach der

Wahl Donald Trumps wieder aufzugeben. Die US-Anleihensmärkte, sonst für ihren überbordenden Pessimismus bekannt, berücksichtigen erneut kaum mehr optimistische Signale. Dagegen bleiben die Anleihensmärkte in Europa trotz der zunehmenden Handelsspannungen erstaunlich gelassen. Bei den hochverzinslichen Industrianleihen nahmen die Risikoprämien seit November 2024 von 346 auf 320 Basispunkte (-26 BP) ab.

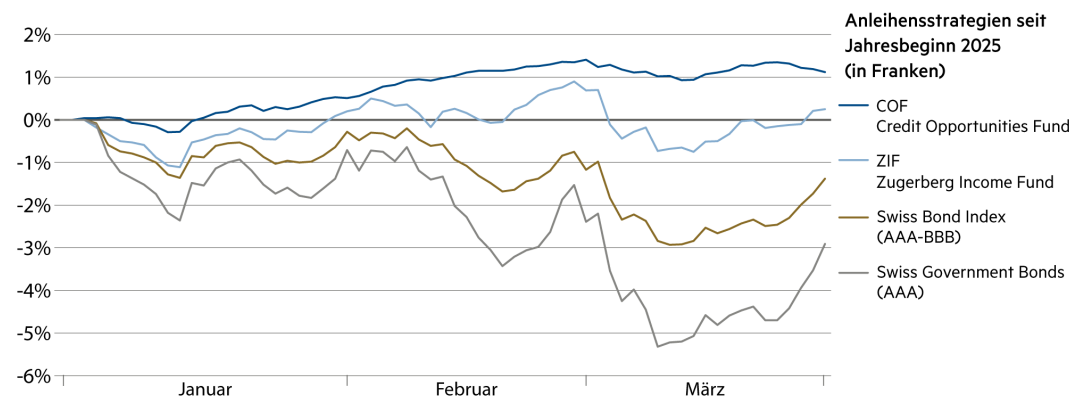
Wir bleiben bei den Unternehmensanleihen konstruktiv, basierend auf starken Fundamentaldaten seitens der Unternehmen sowie basierend auf starken technischen Faktoren, die durch attraktive Rückzahlungsrenditen gestützt werden. Dennoch agieren wir angesichts der erhöhten makroökonomischen Unsicherheiten und der zunehmenden Streuung flexibel und agil. Wir konzentrieren uns auf bestimmte Branchen und suchen darin die geeignete Auswahl der Emittenten, um negative idiosynkratische Kreditereignisse zu vermeiden. Branchen wie Automobilhersteller und deren Zulieferer haben wir bereits vor Monaten erheblich abgebaut.

Insgesamt dürfte der europäische Anleihensmarkt zulegen. Um die geplanten Investitionen in die Infrastruktur und Friedenssicherung zu stemmen, werden neue Anleihen ausgegeben. Die Renditen dürften allerdings nicht weiter ansteigen, denn das Verhältnis von Schulden zum BIP ist in Deutschland und in der Eurozone insgesamt viel vernünftiger im Vergleich zu vielen Nationen auf der Welt, einschliesslich der Vereinigten Staaten und Japan. Sofern die Verbesserungen der Infrastruktur auch das europäische BIP-Wachstum ankurbeln, wird dies auch den europäischen Aktien insgesamt helfen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→↗	→↗	Die EU muss 3.2% Zinsen auf ihre Anleihen bezahlen. Nur wenige Mitgliedstaaten zahlen mehr. Unklar bleibt, ob es deshalb einen Verteidigungsfonds braucht.
Unternehmensanleihen	→↗	→↗	Die Unternehmensanleihen (CHF Corporate Bonds) schlugen sich im 1. Quartal 2025 deutlich besser als die eidgenössischen Staatsanleihen: -0.5% vs. -2.8%.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Nachrangige und hochverzinsliche Unternehmensanleihen finden bei einer disziplinierten Selektion weiterhin Gefallen in unseren ausgewogenen Portfolios.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Stabilität in schwierigen Zeiten



Anleihensstrategien seit Jahresbeginn 2025 in Franken (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im ersten Quartal 2025 sorgten unsere Anleihen in einem schwierigen Umfeld für Stabilität, während beispielsweise eidgenössische Staatsanleihen miserabel (-2.8%) abschnitten. Der gesamte Swiss Bond Index (-1.3%) ging zurück. Bei verhältnismässig geringeren Schwankungen resultierte bei uns eine Performance-Bandbreite vom konservativ ausgerichteten Zugerberg Income Fund (ZIF: +0.3%) bis zum prämienausgerichteten Credit Opportunities Fund (COF: +1.2%).

Die Beimischung von Anleihen in einem gemischten Portfolio macht Sinn, um im Falle einer Rezession zumindest vom konservativen Anleihens-Baustein positive Renditen zu erhoffen. Auch für Anleger, die nicht ausschliesslich das Risiko des Aktienmarktes eingehen wollen, bieten sich Anleihen als langfristig sichere Alternative an.

Der Credit Opportunities Fund hat seit seiner Auflage vor rund 13 Jahren eine Gesamtrendite von 35.9% erzielt. Die Fonds-Ratingagentur Morningstar verleiht dafür die maximalen 5 Sterne und von Citywire, einer weiteren Fondsagentur, gab es für die langfristige Performance jüngst die Bestnote AAA. Zum Vergleich: Der Swiss Bond Index erzielte parallel zum COF mit all seinen AAA bis BBB gerateten Anleihen (v. a. Schweizer Staatsobligationen und hypothekarisch gesicherte Pfandbriefe) in 13 Jahren eine Gesamtrendite von 8.5%. Der COF beschränkt sich nicht nur auf diese Ratingkategorien: Per Ende Monat sind rund 35% im Spektrum AAA bis BBB angelegt, 65% etwas tiefer. Das tiefere Rating wird allerdings durch eine tiefere Restlaufzeit kompensiert.

Betrachtet man eine Unternehmensbilanz, sind Fremdkapital (z. B. Anleihen) und Eigenkapital (z. B. Aktien) auf derselben Passivseite.

Geschieht ein Unheil auf der Aktivseite, wird dies zuerst dem Eigenkapital angerechnet. Um dies zu kompensieren, sind Aktienrenditen strukturell höher als Anleihensrenditen. Als aktive Anleihensinvestoren versuchen wir natürlich, prospektiv dieses Unheil abzuwenden. Wenn wir in gewissen Branchen (z. B. Automobil) schwarze Wolken aufkommen sehen, werden die entsprechenden Anleihen reduziert. Erkennen wir dagegen attraktive Risikoprämien in komplexeren Anleihensgebieten (z. B. nachrangige Versicherungsanleihen mit einer Investment Grade Bonität), werden diese verhältnismässig übergewichtet.

Mit einem aktiven Anleihensansatz und bei wettbewerbsfähigen Kosten lassen sich passive, indexnachbildende Anleihe-ETFs längerfristig übertreffen, sowohl in der Performance wie auch in der Sharpe Ratio (ein Indikator zur Messung der risikobereinigten Rendite). In der Detailanalyse von Anleihen lassen sich zudem häufig Erkenntnisse gewinnen, die sich auch produktiv in der disziplinierten Selektion auf Aktienmärkten nutzen lassen, sofern die Aktien nicht in Familienholdings respektive in Privatmarktfonds gehalten werden.

Dabei gibt es bekannte Beispiele wie u. a. Hero (Lenzburg) und Bobst (Lausanne). Manchmal handelt es sich jedoch auch um weniger bekannte Unternehmen wie beispielsweise Geoquip Marine (St. Gallen), die in einer Nische eine globale Leaderstellung einnehmen. Letztere beispielsweise ist auf geotechnische Offshore-Tätigkeiten spezialisiert, um die Installation von Windturbinen und Stromkabeln im Bereich von 60 bis 100 Meter unter der Meeresoberfläche zu sichern.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2025 (seit Jahresbeginn)	+0.3%	+1.2%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-7.5% (-1.1%)	+35.9% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	54%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	96 BP (+5 BP)	393 BP (+19 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

Attraktive Infrastruktur-Aktien



Der erste Airbus A350 mit Schweizer Registration landete am 12. März 2025 in Zürich (Bildquelle: Edelweiss Air)

Infrastruktur ist gewissermassen die Grundausrüstung einer Volkswirtschaft. Sie haben für die gesamte private und öffentliche Wirtschaftstätigkeit den Charakter von Vorleistungen. Eine besonders wachstumsorientierte Volkswirtschaft benötigt deshalb intakte, verlässliche Infrastruktur. Das erfordert eine ökonomische Planung und einen effizienten Betrieb – von Strassen über Eisenbahnen, Wasser- und Luftwege, Telekom-, Strom- und Wasserversorgung.

Im ersten Quartal schnitten unsere Infrastrukturaktien aus der Schweiz mässig ab. BKW (-3%) durchläuft eine Phase der Konsolidierung nach einer grossartigen Aktienentwicklung in den letzten Jahren. Auch die Aktie des Flughafens Zürich (-3.9) bewegt sich im Durchschnitt der europäischen Transportbranche, obschon im Sommer 2025 mit dem neuen Flugplan neue, populäre europäische Destinationen dazukommen. Insgesamt sind es 63 Airlines, die 206 Destinationen anfliegen werden, dank Edelweiss mit Seattle und Halifax gibt es ein zweimal wöchentlich erweitertes Angebot nach Nordamerika mit dem lärmarmen Airbus A350. Zudem erhöht Etihad Airways ihre Verbindungen zwischen Zürich und Abu Dhabi, ebenfalls im signifikant leiseren A350. Doch der Hauptgrund für die Seitwärtsbewegung der Aktie liegt gewiss in der Verschiebung der Eröffnung des neuen Flughafens Noida im Süden von Delhi «auf Ende Q2/2025» und damit auch die etwas verhaltene «Guidance» für das laufende Jahr. Gemessen an den Ertragserwartungen des Jahres 2027 ist die Aktie allerdings günstig.

Eine ausgezeichnete Entwicklung durchliefen die übrigen Infrastruk-

turtitel im ersten Quartal 2025. Veolia und Vinci (je +19% in CHF) sowie Engie (+20%) waren unsere Selektion. Für Europa bricht eine neue Ära an, und die Infrastruktur ist dabei ein Schlüsselzweig. Aktuelle Ankündigungen (Deutschland und Netzinvestitionen in ganz Europa) und weitere Optionen für eine wettbewerbsfähige EU (Verkehr) mobilisieren nicht nur öffentliche Mittel, sondern führen zu grossartigen Opportunitäten für privatwirtschaftlich organisierte Infrastrukturbetreiber. Dabei ist der potenzielle Frieden in der Ukraine noch nicht berücksichtigt.

Vinci steht für den langfristig resilienten Konzessionsbetrieb von Mautstrassen und Flughäfen wie z. B. London Gatwick. Im vergangenen Jahr wurde damit ein Free Cash Flow von 6.8 Milliarden Euro bei einer Bruttogewinnmarge (EBITDA) von 18% erzielt. Das Fremdkapital kann die Gesellschaft («A-»-Rating mit einem stabilen Ausblick; Net Leverage von 1.3x) relativ günstig aufnehmen, doch ist dies angesichts einer Liquidität von 19 Milliarden Euro auch nur bedingt nötig. Die Dividende wird um 6% erhöht und liegt neu bei 4.75 Euro. Das entspricht einer Dividendenrendite von 4.1%. Die Dividende liegt deutlich höher als vor zehn Jahren (1.84) und der eindrucksvolle Anstieg ist letztlich das Ergebnis, dass in den letzten zehn Jahren der Free Cash Flow jährlich um 12% zunahm.

Auch Veolia (4.4% Dividendenrendite) blickt auf eine erfreuliche Zukunft, welche das technologiegetriebene Wachstum und die Resilienz in den drei strategischen Feldern Wasser, Energie und Abfallbewirtschaftung auch dank vermehrtem KI-Einsatz stärken wird.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Insgesamt dürften weniger als die Hälfte der Mieterhaushalte in den nächsten Monaten eine Senkung der Mieten erhalten. Das hat verschiedene Gründe.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↗	↗	Qualität bleibt Trumpf. Der strukturelle Wandel bei den Verkaufsflächen geht weiter. Im Büro dürften die Leerstände von 5.0% auf 5.5% im 2025 ansteigen.
Immobilienfonds CH	→	→	Die Kluft zwischen Markt- und Bestandesmieten wird sich weiter öffnen und wichtig für die Selektion sein, da langjährige Mieter Umzüge vermeiden.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Das globale infrastruktur-orientierte Profil von Engie gewinnt an Fahrt und Vertrauen bei den Investoren, selbst wenn das Konglomerat noch komplex bleibt.

Aktien

Europa erzielte eine gute Performance



USA	USD	CHF	KGVe
Nasdaq	-9.6%	-11.9%	30
S&P 500	-4.2%	-6.6%	23

Europa	EUR	CHF	KGVe
Euro Stoxx 50	+8%	+9.7%	15
DAX	+12%	+13.7%	17
Swiss Market Index		+8.6%	19

Aktienmärkte (inkl. Dividenden) seit dem 1. Januar 2025 (Grafik: Zugerberg Finanz)

Im ersten Quartal erzielten europäische Aktien eine sehr gute Performance im Vergleich mit den US-Aktien. Doch darf das nicht überbewertet werden, denn die europäischen Aktien haben weiterhin erhebliches Aufholpotenzial, während die amerikanischen Valoren durch ihre hohen Bewertungen gewisse Rücksetzer in Kauf nehmen müssen. Die Schweizer Aktien bewegen sich im europäischen Mittelfeld und zeichnen sich gerade in durch den Zollkrieg verunsicherten Märkten als defensive Valoren aus.

Mit dem eingebüsst «Exzeptionalismus» rund um US-Aktien ist auch der Optimismus verfliegen. In allzu vielen Branchen zeigt sich, dass andernorts vergleichbare Leistungen erbracht werden können, teils zu günstigeren Konditionen. Das ist in der Automobilbranche (BYD vs. Tesla) wie auch im Flugzeugbau (Airbus vs. Boeing) der Fall, im industriellen Engineering (Siemens vs. General Electric) wie auch in der unternehmensdatenbezogenen Software (SAP vs. Oracle). In der Halbleiterindustrie war Taiwan seit Jahren führend (TSMC vs. Intel), weshalb Nvidia die Produktion ihrer Halbleiter längst ausgelagert hat.

Das bedeutet allerdings nicht, dass die US-Technologiewerte wie Amazon, Alphabet und Apple sowie Microsoft keine Zukunft mehr hätten. Aber deren Bewertung und Konzentration an den US-Märkten ist derart hoch, dass das Wegdiversifizieren zu spürbaren Rückschlägen führt und in vielversprechenden, günstigen Märkten beispielsweise in Europa gleich mit heftigen Höherbewertungen verbunden ist.

Doch die Botschaften bleiben tatsächlich, wenn man in Europa in die

Tiefe geht. Hier eine kurze Auswahl, angefangen mit dem Softwarekonzern SAP (+5% Gesamtrendite in CHF seit Jahresbeginn), dem höchst bewerteten Unternehmen Europas. SAP löste in diesem Ranking den dänischen Pharmariesen Novo Nordisk ab und überholte auch den französischen Luxusgüterkonzern LVMH, der die weltweite Konsumzurückhaltung spürt. Was europäische Leader betrifft, sind wir auch in der Deutschen Telekom (+20%) sowie Siemens (+17%) und den beiden Versicherern Axa (+17%) und Allianz (+21%) investiert.

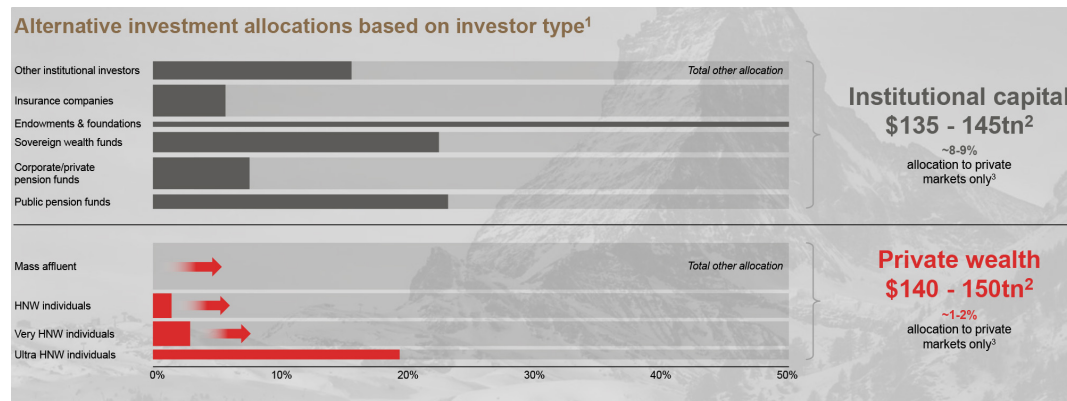
Die Schweizer Schwergewichte Nestlé (+19%), Roche (+17%) und Novartis (+14%) haben international auch wieder verstärkt Beachtung gefunden. Das gilt auch für Zurich Insurance Group (+14%), die in den USA den grössten Ländermarkt hat. Das Interesse an Versicherungen zeigte sich auch bei Swiss Re (+14%) und bei Swiss Life (+15%), die ambitioniert mit viel Sachverstand beachtenswerte mittelfristige Zielsetzungen verfolgen. Gerüchtehalber soll zudem eine Fusion zwischen Baloise (+13%) und Helvetia (+22%) diskutiert werden. Das war schon früher einmal der Fall, scheiterte jedoch an den Governance-Vorstellungen. Deutliche Synergieeffekte im kostenintensiven Sachversicherungsgeschäft liegen auf der Hand. Erheblichen Aktionärsnutzen erzeugte Baloise in den letzten 25 Jahren nicht: Am 1. November 2000 lag der Aktienkurs bei 186 Franken, am 31. März 2025 bei 185.

Partners Group (+1%) entwickelte sich seit Jahresbeginn deutlich stärker als die Vergleichsgruppe aus den USA (Blackstone, KKR, Apollo, Carlyle, TPG), die im 1. Quartal 2025 rund 20% Werteeinbussen erlitten.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→↗	↗	Mit 12'598 Punkten hat der Swiss Market Index im 1. Quartal 2025 gegenüber dem Jahresbeginn mit 11'601 Punkten deutlich zugelegt (+8.6%).
Aktien Eurozone, Europa	→↗	↗	Der Euro Stoxx 50 nahm im 1. Quartal 2025 klar zu (+7.8%), wobei die fünf besten Aktien allesamt Grossbanken (z. B. Banco Santander, Unicredit) waren.
Aktien USA	→	↗	Im Dow Jones gab es im 1. Quartal 2025 grosse Spannen zwischen Top (Amgen, Chevron, Johnson & Johnson) und Flop (Amazon, Apple, Nike, Nvidia, Salesforce).
Aktien Schwellenländer	→↗	↗	Die indischen Aktienindizes legten im März in Dollar mehr als 8% zu und erlangten damit wieder das Niveau vom Jahresbeginn.

Alternative Anlagen

Die IPO-Welle ist erneut aufgeschoben



Der Anteil Privatmarktanlagen wird im «Private Wealth» besonders stark zunehmen (Quelle: Partners Group, CMD 12.03.25, Seite 7)

Privatmarktinvestoren bekamen in den vergangenen drei Jahren nur geringe Rückzahlungen. Eine Verbesserung erhoffte man sich für das Jahr 2025, doch mit den zunehmenden Unsicherheiten verlagert sich die Welle von Börsengängen wohl verstärkt auf das kommende Jahr. Ausnahmen wie das Fintech-Unternehmen Klarna («buy now pay later») bestätigen das Gesamtbild. Dennoch zeichnet sich eine Phase ab, in der Anlagen in private Märkte besonders interessant sein dürften.

Der Markt für «private» Beteiligungen wird derzeit auf rund 6'000 Milliarden Dollar geschätzt, was ungefähr einem Zwölftel der Marktkapitalisierung der weltweiten Aktienmärkte entspricht. Ähnlich wie bei einem typischen Aktienmarktengagement erhält der Anleger mit einem Private Equity Investment eine reale Beteiligung an Unternehmen, die etwas entwickeln oder produzieren und die Eigenkapitalgeber am Erfolg partizipieren lassen.

Ein Vorteil sind die geringeren Wertschwankungen. Ein weiterer besteht in der Diversifikation beispielsweise in unterschiedliche Entwicklungsphasen (Venture Growth, Buyout, Pre-IPO) und Finanzierungsstadien der Unternehmen zu investieren. Ein erheblicher Teil der Wertschöpfung wird schliesslich vor dem Börsengang erzielt.

Private Equity hat sich als wichtige Anlageklasse für institutionelle Anleger weltweit etabliert, auf die sie oft 5% bis 15% ihrer Portfolios

verteilen. Der Hauptgrund liegt im Zugang zu aktiv verwalteten, attraktiven Unternehmen, die nicht über öffentliche Märkte zugänglich sind. Gleichzeitig entscheiden sich immer mehr Unternehmen dafür, länger privat zu bleiben, während die Zahl der börsennotierten Unternehmen in den letzten Jahren gesunken ist.

Folglich entgeht Anlegern, die Privatmarktanlagen ignorieren, ein attraktives Anlageuniversum, insbesondere im Bereich der Small- und Mid-Caps. Bei uns kann man sich ab der Risikoklasse 2 über mehrere börsennotierte Privatmarkt-Unternehmen, die weltweit in private Unternehmen investieren, indirekt an Private Equity beteiligen. Im Durchschnitt konnte man damit eine Wertentwicklung von jährlich rund 10% in Schweizer Franken erzielen. Nach zwei überdurchschnittlichen Renditejahrgängen (2023: +22%, 2024: +19%) liegt das entsprechende Anlagegefäss seit Jahresbeginn leicht im Minus.

Wie bei Immobilienaktien ist der innere Wert (Net Asset Value NAV) ein Kompass der Bewertung. Die unmittelbare Entwicklung für den Investor ist vom Aktienkurs abhängig, nicht vom NAV. Je nach Marktstimmung gibt es einen Zuschlag (die sog. «Prämie» wie derzeit bei Immobilienaktien) oder einen Abschlag. Dieser wird als Diskont bezeichnet und ist gegenwärtig charakteristisch für Privatmarktanlagen. Spätestens wenn die nächste Welle von Börsengängen einsetzen wird, dürften die Kurse überproportional steigen und damit die Diskonts zu Prämien wandeln lassen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↘	→↗	Steigende Rohölpreise resultieren aus einer Kombination aus besseren Wirtschaftsdaten und den Angebotseinschränkungen aus neuen US-Sanktionen.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Die geopolitischen Unsicherheiten dürften den Goldpreis in neuen Sphären bringen: 17 Jahre brauchte der Sprung von 1'000 \$, 5 Jahre auf 3'000 \$.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	Vergleichbare Risiken schätzen wir in Form von nachrangigen Versicherungsanleihen, die aufgrund ihrer Komplexität analytisch anspruchsvoll sind.
Private Equity	↗	↗	Gemäss dem Kapitalmarkttag von Partners Group herrscht viel Zuversicht, den margenattraktiven Markt noch weiter im Private Wealth Bereich zu vergrössern.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)			Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)		
Aktien		31.03.2025	03/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SMI	CHF	12'598.1	-3.1%	+8.6%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'800.3	-2.0%	+8.6%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	22'163.5	+0.2%	+13.2%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'790.7	-2.1%	+7.4%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	38'052.0	+0.4%	+13.1%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	8'582.8	-2.1%	+5.5%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'248.4	-2.0%	+9.1%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	42'001.8	-6.1%	-3.8%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	5'611.9	-7.6%	-7.0%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	17'299.3	-10.0%	-12.7%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	35'617.6	-5.7%	-8.5%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	77'414.9	+5.7%	-3.7%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	3'628.6	-6.5%	-4.7%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'101.4	-1.6%	-0.2%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligationen (gemischt)		31.03.2025	03/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.9	-0.8%	-0.2%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.4	-0.7%	+0.8%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	361.0	-1.2%	+0.2%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	274.7	-0.8%	+1.1%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Staatsobligationen		31.03.2025	03/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	181.0	-1.5%	-3.1%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	138.9	-0.1%	+1.9%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.7	-2.0%	-1.9%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Unternehmensobligationen		31.03.2025	03/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	190.0	-0.2%	-0.5%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	186.5	-0.6%	+1.3%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	608.2	-1.3%	+0.1%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	166.9	-1.3%	-0.6%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	302.7	-1.2%	+0.0%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Alternative Anlagen		31.03.2025	03/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Gold Spot CHF/kg	CHF	88'803.9	+7.0%	+16.0%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	106.4	+1.5%	+5.0%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'791.2	+0.1%	+2.8%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Währungen		31.03.2025	03/2025	2025YTD	2024	2023	2022
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8843	-2.1%	-2.5%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9564	+2.1%	+1.7%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5899	-1.6%	+2.4%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1423	+0.6%	+0.6%	+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 31.03.2025; Wirtschaftsdaten per 31.03.2025; Wirtschaftsprognosen vom 31.03.2025; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.