



Foto: Andreas Busslinger

Anspruchsvolle Zeiten

Das wirtschaftliche Bild ist derzeit verzerrt. Mit den USA stand im April vor allem eine Volkswirtschaft im Mittelpunkt, welche rund 20% der weltweiten Wirtschaftsleistung ausmacht. Durch die undurchsichtige Verhandlungstaktik rund um die Zölle der USA fielen typische Muster aus Lager- und Handelsstatistiken aus. Güterexporte in die USA stiegen vor allem im März stark an und brachen im April ein. Manche Güter wurden noch vor dem 2. April rasch in die USA geflogen. Zeitgleich verzögerten sich Investitionspläne von Unternehmen, weil diese Rechtssicherheit erfordern.

Generell bleibt es anspruchsvoll, die derzeitigen Wirtschaftsindikatoren richtig zu interpretieren. Die Signale der Wirtschafts-, der Fiskal- wie auch der Geldpolitik in den USA führten zu einer tiefen Verunsicherung an allen Fronten. Die Indizes zum Verbrauchervertrauen in

den USA fielen auf das tiefste Niveau seit fünf Jahren und die Inflationserwartungen stiegen deutlich an – denn die erhöhten Zölle treffen in erster Linie den US-Konsumenten und haben den Charakter einer Konsumbesteuerung.

Das hielt Donald Trump allerdings nicht davon ab, die grössten Steuersenkungen in der Geschichte des Landes zu verkünden. Wenn aber an der Nachhaltigkeit des öffentlichen Haushalts gezweifelt wird, können sinkende Kurse der US-Schatzanleihen zu Turbulenzen an den Finanzmärkten führen. Denn grosse Steuersenkungen und höhere Zinsen auf den wachsenden Staatsschulden bei einem abbröckelnden Dollar lassen sich durch ausländische Gläubiger nicht finanzieren.

Die Performance seit Jahresbeginn ist überdurchschnittlich

Die Rahmenbedingungen im April waren äusserst herausfordernd, u. a. aufgrund der Schwäche des Dollars. Der Weltaktienindex (BBG World -9.8% in CHF seit Jahresbeginn) fiel weniger deutlich zurück als der US S&P 500 Aktienindex (-5% in Dollar, -13.9% in CHF). Die Schweizer Aktien büssten im April zwar einiges ein, liegen jedoch klar im Plus seit Jahresbeginn (SMI: +7.3%). Der SMI lag zuletzt im Mittelfeld der Performance von europäischen Aktienindizes. Der Weltanleihensindex hielt sich stabil (+0.8% in CHF seit Jahresbeginn), während sich der Schweizer Anleihensindex aufrappelte und am letzten Tag des Monats erstmals in diesem Jahr wieder an den Wert zu Jahresbeginn herankam (+0.1%).

Während sich der Euro gegenüber dem Schweizer Franken als stabil erwies (-0.4% seit dem 1.1.2025), knickte der Dollar deutlich ein (-9%) und verstärkte das Schwankungsgefühl bei den US-Aktien. Die Tech-Aktien lagen für die Franken-Investoren tief im Minus:

Nvidia (-27%), Alphabet und Amazon (je -24%) und Apple (-23%). Betrachtet man die Gesamtrendite in einem ausgewogenen Portfolio in den ersten vier Monaten, zählen führende europäische Unternehmen zur besten Wahl: Engie (+28% in CHF), Vinci (+26%), Axa und Nestlé (je +21%), Veolia (+18%) vor Swiss Life und Swiss Re (je +17%).

In dieser anspruchsvollen Kapitalmarktumgebung bestätigte sich die defensive Risikoklasse 1 als ein stabiler Anker mit einer leicht positiven Rendite. In der «balancierten» Risikoklasse 3 wie auch in der «dynamischen» Risikoklasse 5 lagen wir zuletzt – nach allen Kosten und Gebühren – minimal im Minus. Als äusserst resilient erwies sich die Dividendenstrategie. Darin sind keine dividendenlose Wachstumstitel vorhanden. Im vergangenen Jahr schnitt diese Lösung weniger gut ab als die Risikoklasse 5 mit ihren Tech-Aktien; in diesem Jahr ist es bislang genau umgekehrt.

Vorwiegend einzelstitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	April 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	-1.0%	+0.3%
Zugerberg Finanz R2	-1.7%	+0.0%
Zugerberg Finanz R3	-1.9%	-0.3%
Zugerberg Finanz R4	-2.3%	-0.7%
Zugerberg Finanz R5	-2.6%	-0.6%
Zugerberg Finanz RDividenden	-0.7%	+8.3%
Zugerberg Finanz Revo1	-0.7%	+0.4%
Zugerberg Finanz Revo2	-1.6%	-0.2%
Zugerberg Finanz Revo3	-1.7%	-0.5%
Zugerberg Finanz Revo4	-1.9%	-0.4%
Zugerberg Finanz Revo5	-2.1%	-0.2%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-1.1%	+7.3%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.5%	-1.0%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.8%	-1.3%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.8%	-1.2%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	April 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.7%	+0.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-0.9%	+0.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-1.3%	+0.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-1.5%	+0.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-1.8%	+0.4%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	April 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.7%	+0.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-1.6%	-0.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-1.7%	-0.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-1.9%	-0.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-2.1%	-0.2%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-1.1%	+7.3%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.5%	-1.0%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.8%	-1.3%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.8%	-1.2%

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

Makroökonomie

Die Sonderstellung der USA ist gefährdet



US-Präsident Donald Trump im Rose Garden, Washington, am 2. April 2025

Unbestritten ist die USA eine grosse Volkswirtschaft, doch insgesamt ist sie verletzlicher und krisenanfälliger als viele vermuten. Die Staatsverschuldung erreicht historische Höchst- und das Bildungsniveau Tiefstwerte, zugleich ist die Infrastruktur in wesentlichen Teilen des Landes in einem schlechten Zustand. US-Präsident Donald Trump ist sich dessen bewusst und will das ändern. Doch der makroökonomische Weg zum angekündigten «goldenen Zeitalter» ist höchst umstritten.

Jahrzehntelang kämpfte die US-Regierung für eine Globalisierung mit Freihandel. Eine internationale Arbeitsteilung solle zu vorteilhaften Wohlfahrtsgewinnen für alle beteiligten Nationen führen. Das Prinzip des komparativen Vorteils besagt nicht nur, dass der Handel für alle teilnehmenden Nationen von Vorteil sei, sondern sagt auch vorher, dass freie und offene Märkte dazu führen werden, dass Nationen sich auf die Aktivität mit ihrem komparativen Vorteil spezialisierten. Im Grunde genommen wurde dieser Gedanke seit 200 Jahren gepflegt und hat den Wohlstand global auf ein bislang unerreichtes Niveau gehievt.

Der Ökonom David Ricardo versuchte 1815 der britischen Regierung zu erklären, dass sie ihre Wirtschaftsmacht durch eine Schutzzollpolitik nicht stärken könne. Diese führte damals hohe Zölle ein und beschränkte die Einfuhr u. a. von Weizen. Dadurch wurde der Getreidepreis künstlich hochgehalten, was den Grossgrundbesitzern zugutekam, der breiten Bevölkerung jedoch das Geld aus den Taschen riss. Ricardo hielt die Spezialisierung Englands auf landwirtschaftliche Produkte für ineffizient. Die beginnende Industrialisierung böte genügend Möglichkeiten zu Wachstum. Der merkantilisti-

sche Handelsprotektionismus schütze die heimische Wirtschaft nicht, sondern beschränke die Konsummöglichkeiten, die der Freihandel maximieren könnte.

Mit Donald Trump verfolgt die US-Regierung seit dem 2. April ebenfalls Handelsprotektionismus. Hinzu kommt, dass er die Zollerträge zu einer staatlichen Einnahmequelle erhob, die nötig sei, um die beabsichtigten Steuersenkungen zu finanzieren. Nur steckt dahinter eine gigantische Umverteilung. Die Konsumbesteuerung durch Zölle trifft die tieferen Einkommensschichten überproportional, von den Steuersenkungen profitieren vor allem die höheren.

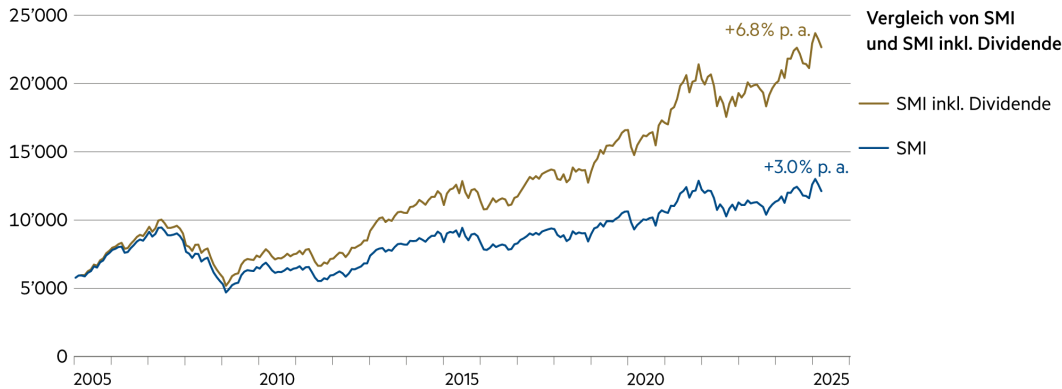
Die USA koppeln sich von der Weltwirtschaft im negativen Sinne ab. Die meisten G-20 Nationen wissen um die Vorteile von vergrösserten Märkten, verbilligten Produkten und Dienstleistungen und wollen die internationale Arbeitsteilung vertiefen. Protektionismus reduziert dagegen das ökonomische Output-Potenzial. Die Wachstumsaussichten in den USA verringern sich, während sie in Ländern, die sich dem globalen Wettbewerb stellen, steigen.

Konkret wird die USA volkswirtschaftlich ineffizienter. Nur noch 8% der Beschäftigten sind Fabrikarbeiter, teils mit einem bescheidenen Bildungsniveau und horrenden Löhnen. Durch erzwungene Fabrikansiedlungen in den USA werden Arbeitsstunden und letztlich sämtliche Güter teurer. Die zollbedingte Inflation nimmt zu und erschwert dadurch die Finanzierung des Staatshaushalts. Man tut gut daran, im Portfolio vor allem US-Aktien zu halten, die über eine globale Ausstrahlungskraft verfügen. Die binnenmarktorientierten KMUs leiden dagegen unter der neuen Ausrichtung. Der KMU-Index liegt tief im Minus (Russell 2000: -14.1% seit dem Regierungswechsel).

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die Schweiz profitiert von der Stärke des Frankens, den tiefen Zinsen, die durch die tiefe Inflation ermöglicht werden. Der Aufschwung ist offensichtlich.
Eurozone, Europa	↗	↗	In Europa zeichnet sich eine wirtschaftliche Wende ab mit Erleichterungen für Investoren und klaren Verbesserungen in der Immobilien- und Infrastrukturbranche.
USA	→↗	→↗	Schwache Arbeitsmarktdaten, sinkendes Konsumentenvertrauen sowie handelspolitisch verzögerte Unternehmensinvestitionen sorgen für konjunkturelle Skepsis.
Rest der Welt	↗	↗	Die chinesischen Einkaufsmanagerindizes für April fielen schwach aus und verstärkten die Sorgen vor einer sich beschleunigenden Konjunkturabkühlung.

Liquidität, Währung

Cash is king?



Der Schweizer Aktienmarkt von 2005 bis 2025 ohne und mit Dividende (Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Einfluss der Rendite auf die Entwicklung des Vermögens wird in der Schweiz systematisch unterschätzt. Dies ist einer der Gründe, warum in der Schweiz wenig Geld in Aktien angelegt wird. Die Bankenstatistik zeigt, dass die Schweizer Haushalte das Geld schliesslich doch nicht anlegen. Es wird wesentlich mehr Geld auf praktisch ertragslosen Bankkonti gehortet als in Wertpapierlösungen angelegt. Dabei verdoppelt sich das Vermögen alle 10 Jahre, wenn man mit Aktien langfristig 7% p. a. erwirtschaftet.

Wenn es um liquide Mittel geht, die angelegt werden könnten, reden wir nicht vom «Notgroschen», von der eisernen Reserve, die vielleicht drei bis sechs Monatsgehälter umfasst und für Unvorhergesehenes beiseitegelegt wird. Das sind jene liquiden Mittel, die unangetastet bleiben sollen. In eine ähnliche Kategorie fallen geplante Konsumausgaben beispielsweise für eine Safari, die bald ansteht, oder für die Anschaffung eines neuen Fahrzeugs.

Uns geht es vor allem um jene liquiden Mittel, die zum strategischen Vermögensaufbau oder -erhalt beitragen. Das ist Kapital, das Anleger nutzen können, um antizyklisch zu investieren, wenn sich attraktive Gelegenheiten bieten. Der April war ein solcher Monat, und wir wandten uns zusätzlich zu unseren Wochenberichten zweimal an unsere Kundschaft, allfällige Zuzahlungen zu tiefen Kursen zu erwägen. Noch ist es nicht zu spät, Qualitätsaktien mit erheblichen Abschlägen zu erwerben.

Interessant ist zudem, dass die Schweizer Haushalte selbst dort, wo die Langfristigkeit der Geldanlage gegeben ist (steuerlich privilegiertes Vorsorgespargen im Rahmen der dritten Säule), noch immer ein Grossteil nicht in Wertpapieren angelegt ist. Wie aus der Vermögensstatistik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) hervorgeht, lagen

die Guthaben in den 3a Vorsorgestiftungen per Ende 2023 bei 143 Milliarden Franken. Davon waren 40.4% nicht angelegt.

Liquidität wirft kaum oder gar keine Rendite ab, während die langfristigen Erträge am Aktienmarkt deutlich höher sind. Investieren ist stets etwas Persönliches. Je nach Risikofähigkeit und Risikoneigung entscheiden sich Anlegerinnen und Anleger für eine tiefe, mittlere oder höhere Aktienquote. Nur eines ist gewiss: Auf Dauer nicht auf Realanlagen zu setzen, ist mit hohen Opportunitätskosten verbunden.

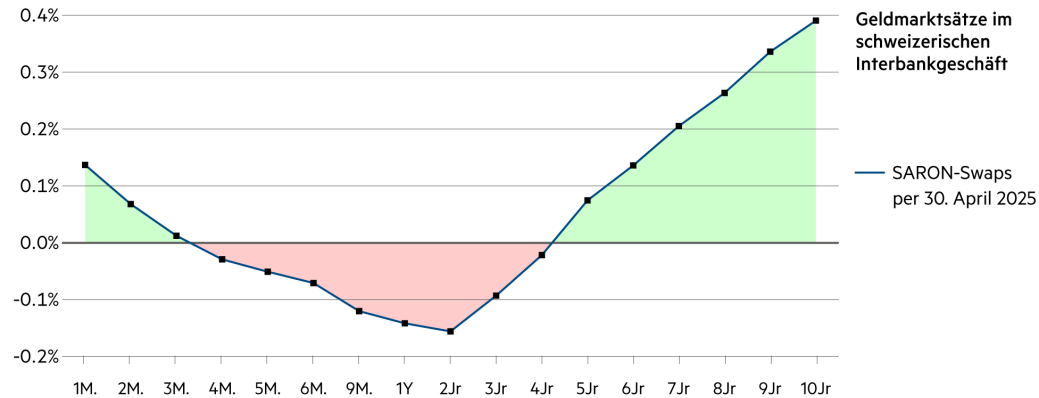
Für eine Investition spricht vieles, und zumindest ein Teil davon sollte in Aktien angelegt werden. Hier die 3 wichtigsten Gründe:

- 1) Eine hohe Aktienquote lohnt sich wegen des Zinseszinsseffekts bei Dividenden und wegen der historisch positiven Entwicklung von Aktienmarktrenditen. Beim SMI lag der Kursgewinn in den letzten 20 Jahren bei 3.0% jährlich. Zählt man die Dividendenerträge dazu und hat man diese reinvestiert, reden wir von der Gesamtrendite: Diese lag bei 6.8% jährlich.
- 2) Weil Sie mit Aktien von der ertragsstärksten Anlage profitieren: Sie profitieren kurzfristig von Dividenden und längerfristig von erwarteten Kursgewinnen, die sich aus thesaurierten Gewinnanteilen an börsenkotierten Unternehmen entwickeln.
- 3) Weil wir eine Anlagestrategie verfolgen, welche in erster Linie Schweizer Aktien priorisiert, werden die (Wechselkurs-)Risiken massiv reduziert: Durch die Fokussierung auf überzeugende Geschäftsmodelle mit hohen, positiven Cash-Flows und einem langfristigen Wachstumspfad verringern wir die Schwankungsrisiken deutlich.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Schweizerische Nationalbank (SNB) fährt die Zinszahlungen an inländische Geschäftsbanken weiter zurück. Ab 1. Juni werden weniger Sichteinlagen verzinst.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Die EZB hatte im April die 7. Zinssenkung seit Mitte 2024 beschlossen und den Leitzins im Euroraum auf 2.25% herabgesetzt. Es gibt aber immer noch Spielraum.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Die Fed Fund Rates bleiben wohl bis am 18. Juni unverändert hoch sowie restriktiv und forcieren gegen den Willen des US-Präsidenten die konjunkturelle Abkühlung.
Euro / US-Dollar	→↗	→↗	Der Kurs von gegenwärtig 1.14 dürfte sich in das Band zwischen 1.15 bis 1.18 positiv entwickeln, sollte sich die europäische Konjunktur erwartungsgemäss erholen.

Anleihen

Wir schätzen Anleihen als Anlageklasse



Die Geldmarktsätze im schweizerischen Interbankgeschäft liegen teils im Minus (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Noch ist es nicht lange her, da hatten wir Negativzinsen nicht nur in der Schweiz, sondern quer durch Europa. Gegenwärtig sind wir nicht mehr weit davon entfernt. Wir schätzen Anleihen als Anlageklasse, die gerade auch in turbulenten Marktphasen die Portfoliovolatilität dämpfen. Zudem halten wir ihr Risiko-Rendite-Potenzial gegenwärtig für reizvoll. Die allgemein negative Korrelation zwischen Aktienrenditen und Anleiheerträgen dürfte weiterhin fortbestehen.

Mit einem Portfolioteil beständige Erträge anzustreben, scheint uns wichtig. Und im Kontext der Portfoliostabilität lohnt sich das Beifügen von Anleihen. Während des volatilen Aprils erlitten Portfolios mit einem hohen Anleiheanteil deutlich weniger Schwankungen als jene mit einem hohen Aktienanteil. Die Unsicherheit aufgrund der von US-Präsident Donald Trump angekündigten «Liberation Day» Zölle sowie die steigende Wahrscheinlichkeit einer Rezession spürten auch die Anleihen.

Es kam zu einem deutlichen Anstieg der sog. Spreads bei den Unternehmensanleihen, aber selbst für Staatsanleihen war der April volatil. Nach einer längeren Phase relativer Ruhe kehrte eine erhöhte Volatilität an sämtliche Kreditmärkte zurück. Der Move Index beispielsweise ist der Fieberbarometer für die US-Treasuries und hat einen turbulenten Monat hinter sich. Auch bei den Risikoprämien kam es zu Schwankungen.

Doch zunächst einmal bieten die Spreads im Vergleich zur jüngsten Vergangenheit deutlich bessere Ertragsaussichten, d. h. die Rückzahlungsrenditen auf Unternehmensanleihen erhöhten sich. Wir könnten allerdings noch weitere Ausweitungen der Spreads sehen,

insbesondere angesichts der gestiegenen Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA. Doch viele Unternehmen sind gesund finanziert und nicht ausfallgefährdet. Dennoch dürfte sich die zunehmende Streuung bis auf Weiteres über alle Branchen, Sektoren, Länder und Kapitalstrukturen hinweg fortsetzen.

Die Fundamentaldaten in Europa bleiben weiterhin in ordentlicher Verfassung. Weil sich die Kreditmärkte jedoch von ihrem moderaten Prämienniveau aus etwas verschlechtern könnten, wird eine disziplinierte, sorgfältige Auswahl weiterhin von entscheidender Bedeutung sein. Erstaunlicherweise bleibt zu beobachten, dass die Anleihensmärkte insgesamt im April in Europa wesentlich gelassener blieben als die Aktienmärkte. Oftmals ist dies umgekehrt, denn auf den Anleihensmärkten bewegen sich vor allem risikoaverse Investoren. Die Diskrepanz zwischen Europa und den USA ist zudem auffällig. Der europäische Markt schneidet bislang besser ab als der US-Markt und verfügt weiterhin über das Potenzial für eine anhaltende Outperformance.

Wie die Aktienmärkte neigen auch Kreditmärkte dazu, sowohl nach oben als auch nach unten zu übertreiben. Nachdem mehrere Quartale lang betont wurde, wie tief die Kreditrisikoprämien sind, könnte die jüngste Neubewertung Chancen bieten, die zukünftige Ertragskraft der Anleihen zu stärken. Aus Sicht der Gesamtrendite lieferten Hochzinsanleihen im ersten Quartal solide Ergebnisse, da die Renditen von Staatsanleihen anzogen. Diese Gewinne wurden im April schnell wieder zunichte gemacht, als Trumps Ankündigung die Anleger erschreckte und die Hochzinsanleihen litten darunter, dass die Märkte begannen, eine Rezession, insbesondere in den USA, stärker einzupreisen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→↗	→↗	In Deutschland liegt die Rendite für 10jährige Bundesanleihen lediglich noch bei 2.4%. Im Gegensatz zu den USA haben diese Anleihen kein Glaubwürdigkeitsproblem.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Selektivität bleibt weiterhin entscheidend. Wir bleiben bei der Annahme, mit Unternehmensanleihen bessere Renditen zu erzielen als mit Staatsanleihen.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Der anhaltende Druck auf nordamerikanische Hochzinsanleihen führt diese in einen Bereich von risikoadjustiert attraktiven Renditeaussichten.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Solide Verankerung im turbulenten April



Ein Elektro-LKW beim Kühne+Nagel Swiss Pharma Hub in Möhlin (Bildquelle: K+N Mediathek)

Im turbulenten April sorgten unsere Anleihen in einem schwierigen Marktumfeld für eine solide Verankerung der gemischten Portfolio-Strategien. Überraschenderweise legte der gesamte Swiss Bond Index im April deutlich zu. Seit Jahresbeginn ist der Wert praktisch unverändert (+0.1%). Der konservativ ausgerichtete Zugerberg Income Fund (ZIF: +1.0%) liegt dagegen klar im Plus, während der auf Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund (COF: 0%) wieder auf das Niveau des Jahresbeginnes zurückkehrte.

Per Ende April sieht das Bild bei den Anleihensindizes negativ aus, sofern man diese nicht gegen Währungsrisiken abgesichert hat. Natürlich kann man nun argumentieren, dass sich die Anleihensgefässe stets gegen Währungsrisiken absichern liessen. Dabei muss einem jedoch klar sein, dass gegenwärtig die Absicherungskosten den Franken-Investor gegenüber seinem Dollar-Engagement 4.4% p. a. kostet. Die jährlichen Absicherungskosten gegenüber dem stabileren Euro liegen dagegen nicht einmal halb so hoch (2.1%).

Für den Privatanleger ist zudem relevant, dass der Couponertrag der Einkommensbesteuerung unterliegt, wobei die Absicherungskosten nicht angerechnet werden dürfen. Erzielt ein Kunde auf einer Anleihe in Dollar einen jährlichen Couponertrag von 4.4%, ist dieser zu versteuern. Erzielt er ihn in einem währungsgesicherten Gefäss, muss der Coupon deutlich höher liegen, um nach Einkommenssteuern zu einer Nettonull zu gelangen.

Ein anderer Aspekt ist allerdings die Rezession. Liegt die von Privat-

haushalten gehaltene, überschüssige Liquidität auf einem unverzinsten Konto, riskiert der Kunde, dass dieses bald wieder negativ verzinst wird. Im schweizerischen Interbankengeschäft leihen sich die Banken über 4 bis 48 Monate bereits wieder Gelder zu negativen Zinsen aus: Das ist ein untrügliches Zeichen, dass das Banksparen bald wieder landesweit zinslos werden dürfte. In einer Rezession führt dies aber nicht zu einem Kapitalgewinn.

Anders verhält es sich typischerweise bei Anleihen. Wenn die Zinsen sinken, steigen die Kurse. Dieser Sachverhalt ist umso wirksamer, je höher die Restlaufzeit einer Anleihe ist. Deshalb darf in einem entsprechend ausgerichteten Anleihensfonds die Restlaufzeit nicht zu kurz gehalten werden, damit der erhoffte Effekt im Falle einer wirtschaftlichen Delle auch effektiv spürbar würde und in einem «ausgewogenen» Mandat von Aktien und Anleihen eine gegenläufige Wirkung auslöst. Das ist der Hauptgrund, weshalb wir Anleihenslösungen wie den Zugerberg Income Fund als Risikopuffer betrachten.

Im Zugerberg Income Fund ist das durchschnittliche Rating weiterhin auf einem hohen «A». Die Kreditrisikoprämien bewegen sich durchschnittlich 91 Basispunkte über der jeweils durationsangepassten Staatsanleihe. Wir hatten zuletzt beispielsweise zwei Anleihen von Alphabet (91 respektive 107 Basispunkte) und eine vom Logistikkonzern Kühne+Nagel (89 Basispunkte) ins Portfolio aufgenommen. Beim COF liegen die Kreditrisikoprämien traditionell deutlich höher.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2025 (seit Jahresbeginn)	+1.0%	0%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-6.8% (-1.0%)	+34.3% (+2.4%)
Anteil positiver Renditemonate	55%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	110 BP (+14 BP)	432 BP (+39 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

Immobilienpreise steigen weiter an



Renditeliegenschaften (Foto: Andreas Busslinger)

Auf der Zinsseite ist eine Abwärtsbewegung im Gang. Günstigere Finanzierungskosten und tiefere Diskontierungssätze führen zu höheren Schätzwerten und steigenden Transaktionspreisen in allen Segmenten des Immobilienmarktes. Die hohe Nachfrage stützt sodann den Markt. Hinzu kommt, dass Immobilien- und Infrastrukturanlagen sich generell einer zunehmenden Beliebtheit erfreuen. Sie verfügen über einen defensiven Charakter, bilden jedoch das Kraftzentrum einer gesunden Volkswirtschaft.

Ein Vermögensverwalter kann im Wesentlichen auf vier Ebenen einen Mehrertrag kreieren. Die erste besteht darin, den potenziellen Kunden von einer Anlage in Realwerte zu überzeugen. Das ist anspruchsvoll, denn Schweizer Haushalte lieben es offensichtlich, überschüssige Liquidität auf Bankkonti zu belassen. Während der Anteil Aktien im Haushaltsvermögen in den letzten zehn Jahren von 264'000 Millionen Franken (per Ende 2014) auf 388'000 Millionen (2023) stieg, wuchs gemäss SNB der Anteil Bargeld und Sichteinlagen von 744'000 Millionen deutlich stärker auf 936'000 Millionen. Das entspricht etwa 100'000 Franken pro Person: Kapital, das keine Rendite abwirft.

Mit Realanlagen lässt sich ein substanzieller Mehrertrag erzielen, aber damit sind natürlich nicht nur Aktien gemeint, sondern auch oftmals vernachlässigte Anlageklassen wie Immobilien und Infrastruktur. Damit gelangen wir auf eine weitere Ebene des Portfolio Managements. Sie besteht in der Konstruktion des Portfolios. Darin unterscheiden sich die meisten Vermögensverwalter. Für uns war beispielsweise immer klar, dass Immobilien- und Infrastruktur-Werte

in ein Portfolio gehören.

Das ist in der klassischen Portfoliotheorie nicht der Fall. Immobilien gelten da als «alternative» Anlageklasse. Ein weiterer Mehrertrag kann aus der Berücksichtigung von Risiko und Ertrag erfolgen. Zahlreiche Institutionelle Investoren setzen die Anlageklasse Anleihen einfach mit Staatsanleihen um. Dabei lässt sich beim selben Risiko unter Einbezug von Unternehmensanleihen eine höhere Rendite erzielen. Und ein weiterer Mehrertrag kann zudem durch die effiziente Umsetzung erreicht werden. Darin zeigt sich, ob ein Portfolio Manager die Lücke zwischen Theorie und Praxis schliessen kann.

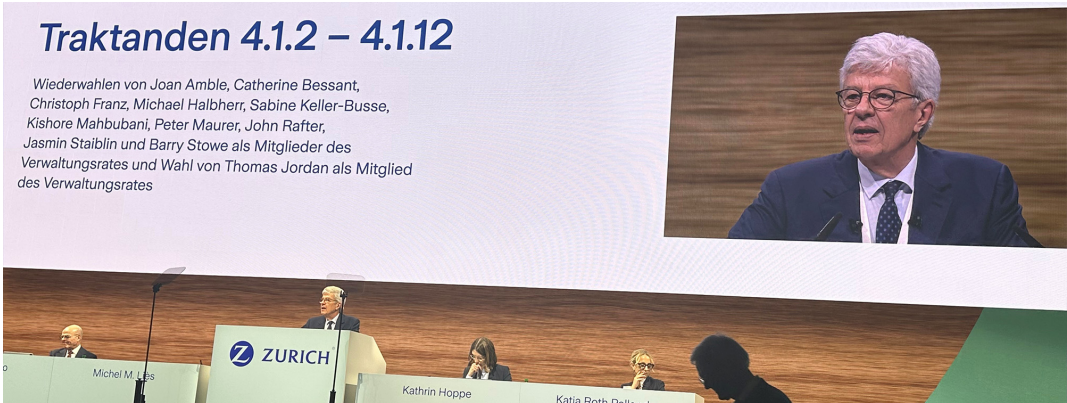
Zurück zu den Immobilien- und Infrastrukturanlagen. Sie haben ihren defensiven Charakter geradezu beispielhaft im April 2025 zur Schau gestellt. Die Schweizer Immobilienwerte Mobimo und PSP Swiss Property, die wir beispielsweise in den Dividenden-Portfolios halten, haben im April eine positive Gesamtrendite von knapp +5.4% respektive +9.5% erzielt, während der SMI mehr als 2.4% zurückging. Ähnlich verhielt es sich mit den nationalen Infrastrukturwerten Flughafen Zürich (+1.9%) und dem Energiekonzern BKW (+7%). Solche Unternehmen sind nicht in Zollstreitigkeiten involviert. Ihre betrieblichen Cash-Flows sind strukturell positiv und ihre Marktstellung kann als solide Verankerung betrachtet werden.

Das heisst mit anderen Worten, dass der defensive Teil eines Portfolios zu einem erheblichen Teil aus Immobilien- und Infrastrukturwerten bestehen sollte. Das hat sich auch in diesem Jahr bewährt.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Wir erwarten am 19. Juni eine weitere Zinssenkung der SNB um 25 Basispunkte auf 0.0%. Das dürfte die Nachfrage nach Renditeobjekten steigen lassen.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↗	↗	Qualität bleibt Trumpf. Hinzu kommt eine optimale Hypothekar- und/oder Kapitalmarktfinanzierung. Beides kann die EK-Rendite auf klar über 4% erhöhen.
Immobilienfonds CH	→	↗	Der Benchmark-Immobilienindex SXI Swiss Real Estate Funds Total Return Index handelt nach vier Monaten immer noch auf dem Niveau vom Jahresbeginn.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Unsere globale Infrastruktur-orientierte Portfolio-Beimischung bewährte sich im bisherigen Jahresverlauf: Engie (+28% in CHF), Vinci (+26%) und Veolia (+18%).

Aktien

Die Sonderstellung der Technologiewerte



Generalversammlung der Zurich Insurance Group AG vom Mittwoch, 9. April 2025 (Foto: Walter Grimm)

Die Sonderstellung von Technologieaktien bleibt intakt. Diese beschränkt sich allerdings nicht nur auf die US-Tech-Aktien. Es gibt auch europäische Aktien (z. B. SAP), die sich global in eine vorteilhafte Führungsrolle gebracht haben, und auch asiatische (z. B. TSMC). Sie sind von Zöllen im Güterhandel nicht betroffen, weil es sich in erster Linie um Dienstleistungen handelt, die – sofern sie aus dem Ausland erbracht werden – auch nicht einer allfälligen nationalen Mehrwert- respektive Verkaufssteuer unterliegen.

Im Verlauf des Monats April verzeichneten wir die volatilsten Aktienmärkte seit dem Ausbruch der Covid-Pandemie im Frühjahr 2020. Im Falle der US-Aktien verstärkte sich diesmal der Eindruck durch die Dollarschwäche. Doch gegen Ende Monat und anfangs Mai entwickelten die Finanzmärkte wieder mehr Zuversicht, als klar wurde, dass sich Donald Trumps Handelspolitik nicht 1:1 umsetzen lässt.

Zudem zeigten die Ergebnisse von SAP und Microsoft, weshalb Technologiewerte in ein breit diversifiziertes Aktienportfolio gehören. Die Chancen, die sich in transformativen Innovationsfeldern wie Künstliche Intelligenz (KI), Digitalisierung und Dekarbonisierung in der nächsten Dekade ergeben, bleiben weit über die Amtsdauer des amtierenden US-Präsidenten intakt.

Europäische Aktien verfügen ebenfalls über reizvolle Opportunitäten, bleiben aber deutlich günstiger bewertet als typische US-Valoren. Europäische Qualitätsleader sind zudem weniger von einem einzigen Ländermarkt abhängig und somit oftmals stärker in der globalen Wirtschaft vernetzt als die meisten US-Unternehmen, die

stark binnenmarktorientiert sind. Zudem gibt es zahlreiche Branchen, in denen europäische Unternehmen global marktführend sind. Das sind insbesondere Bereiche an der Schnittstelle zwischen Technologie und industrieller Fertigung, z. B. in der Mechatronik und im industriellen Software-Engineering. Dazu zählen grosse Unternehmen wie etwa Siemens, ein industrielles Powerhouse mit KI-Fähigkeiten. Das können aber auch kleinere Unternehmen wie Mettler-Toledo und Belimo sein, die aus dem Zürcher Oberland heraus eine marktführende Stellung in ihrer Nische erobert haben.

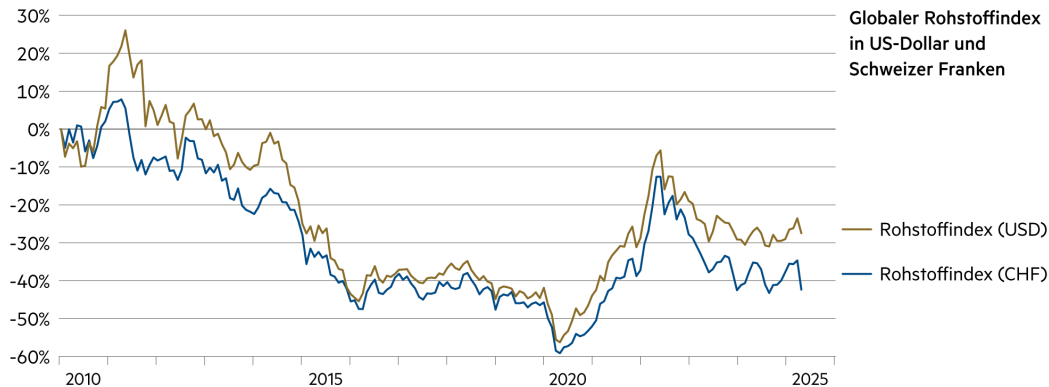
Der Zementkonzern Holcim zählt durch die Fusion mit Lafarge ebenfalls zu diesen unangefochtenen globalen Leadern mit Wurzeln in Europa. Inzwischen liegen die Einzelheiten zur Abspaltung des Nordamerikageschäfts vor. Die Unternehmensaktien von Amrize werden im Portfolio bleiben, wenn die milliardenschwere Transaktion im Juni über die Bühne geht. Der Verwaltungsrat beantragt eine Sonderausschüttung in Form einer Sachdividende von einer Amrize-Aktie für jede Holcim-Aktie. Voraussetzung für den unbestrittenen attraktiven Deal ist die Zustimmung der Aktionäre. Die Amrize-Aktien sollen unter dem Symbol «AMRZ» an der New York Stock Exchange und an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange notiert werden.

Eine Perle bleibt der weltweit bedeutende Rückversicherer Swiss Re. Die Kapitalposition hat sich 2024 leicht verschlechtert, bewegt sich jedoch weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Die Quote sank gemäss dem Swiss Solvency Test um zwölf Prozentpunkte auf 257%. Swiss Re sieht sich für die Zukunft bestens gerüstet.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→↗	↗	Die SMI-Gesamtrendite ist getrieben von Nestlé (+21%), Swiss Life und Swiss Re (je +17%), Zurich und Swisscom (je +14%) sowie Geberit (+13%) und Lonza (+10%).
Aktien Eurozone, Europa	→↗	↗	Die grössten Portfoliobeiträge in Schweizer Franken seit Jahresbeginn erzielten Axa (+21%), Deutsche Telekom (+12%), Siemens (+9%) sowie SAP (+8%).
Aktien USA	→	↗	Wir sehen das Potenzial für eine Kurserholung der global tätigen Technologiewerte wie Microsoft, deren jüngste Ergebnisse und Aussichten überzeugten.
Aktien Schwellenländer	→↗	↗	Unser Indien-Fonds liegt bei 0% (ytd, in Rupien) und damit ca. 5% über Benchmark. Währungsbedingt liegt die Bewertung jedoch tiefer (-9% in CHF).

Alternative Anlagen

Volatile Rohstoffmärkte



Der globale Rohstoffindex 2010 bis 2025 in USD (-26.9%) und in CHF (-41.8%) (Quelle: Bloomberg Commodity Index BCOM | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im April waren die Rohstoffmärkte besonders volatil, aber der Grundtenor ist vielversprechend. Die Rohstoffpreise befinden sich tendenziell auf einem sinkenden Pfad. Insbesondere die Energiepreise sind rückläufig. Seit Jahresbeginn ist das Rohöl (-26% in CHF) deutlich günstiger geworden, auch Flüssiggas, Heizöl und Kohle. Weil die Ölförderländer das Angebot ausweiten, dürften die Preise weiter fallen – ebenso jene für zentrale Metalle wie Aluminium, Kupfer und Eisenerz.

Mehrere Delegierte der Ölförderländer OPEC+ drängen auf eine weitere Beschleunigung der Produktion, obschon der Lagerbestandsbericht der internationalen Energieagentur (EIA) über einen hohen Füllstand berichtete. Das hätte im Grunde genommen den Ausverkauf eindämmen sollen, doch zahlreiche Staaten sind derart stark von den Öleinnahmen abhängig, dass sie ihre Förderung vorantreiben.

Das ist der Hauptgrund, weshalb die Prognosen für die verschiedenen Energiepreise für 2025 weiter gesenkt werden, denn nachfrage-seitig ist in den kommenden Monaten durch die zollbedingte Abkühlung der Produktionswirtschaft eine geringere Ölnachfrage zu erwarten. Es muss sogar damit gerechnet werden, dass die zunehmende politische Unsicherheit zur Verzögerung der Investitionen von Unternehmen führt und dadurch die konjunkturelle Delle verschärfen wird.

Das Verhalten der OPEC+ und die politischen Prozesse, an denen Russland und der Iran beteiligt sind, bleiben wichtige Unbekannte, die zu weiteren Schwankungen führen könnten. Unter dem Druck,

mehr Güter aus den USA zu importieren, könnte der Export insbesondere von Flüssiggas aus den USA steigen. Jüngst ist die LNG-Exportkapazität der USA überraschend schnell gewachsen, angetrieben durch die Inbetriebnahme zweier LNG-Exportprojekte (Plaquemines Phase 1 und Corpus Christi Stage 3), die einer Nennkapazität von rund 450 TWh pro Jahr entsprechen. Infolgedessen hat die EIA ihre Prognose für die US-LNG-Exporte im Jahr 2025 deutlich nach oben korrigiert.

Die chinesische Gasnachfrage hat sich in diesem Jahr als schleppend erwiesen und bereits im März einen Rückgang von ~15% gegenüber dem Vorjahr verzeichnet. Das dürfte sich im April fortgesetzt haben. Andererseits ist die Nachfrage nach Gasimporten in die Europäische Union (EU) aufgrund der niedrigen Lagerbestände (derzeit 39.0%) und der tiefen Preise nach dem Winter stark, unabhängig von möglichen Änderungen der Lagerpolitik in der EU. Und die Nachfrage nach LNG-Lieferungen ist in der EU auch deshalb stark, da die Pipelinegaslieferungen aus Russland auf den Schwarzmeer-Korridor beschränkt sind.

Das rasch wachsende LNG-Angebot aus den USA, die starke Nachfrage in der EU sowie deren Bemühungen, den Güterhandel etwas stärker zu balancieren, ergibt auf dem atlantischen LNG-Markt mehr Dynamik. Der TTF-Preis für Flüssiggas ist seit Jahresbeginn um 36% gefallen. Europa ist vorerst zu einem Käufermarkt geworden, der möglicherweise lange Zeit bestehen bleiben könnte, wenn sich keine der wichtigsten Triebkräfte wie die Erholung der Nachfrage in Asien oder die Verlangsamung des Angebotswachstums in den USA ändern.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↘	→↗	Die Fördererhöhungen durch die OPEC+ sorgt für tiefere Rohölpreise (57\$ WTI; 60\$ Brent am 1.5.25); der schwache Dollar verstärkt den negativen Trend.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Die Goldanalysten sind gespalten wie selten in der Bewertung. Manche warnen vor Übertreibungen, andere argumentieren, dass die Trump-Politik die Rally verstärke.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	Von den schwelenden geopolitischen Spannungen bleiben ILS unberührt. Damit wird ihr Charakter als nicht-korrelierende Anlageklasse perfekt gepflegt.
Private Equity	↗	↗	Institutionelle und noch ausgeprägter private Investoren sind unterinvestiert in dieser zentralen Anlageklasse, die in den kommenden Jahren stark wachsen dürfte.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)				
Aktien		30.04.2025	04/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SMI	CHF	12'117.0	-3.8%	+4.4%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'479.2	-1.9%	+6.5%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	22'497.0	-0.9%	+12.2%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'593.9	-4.8%	+2.3%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	37'604.8	-3.5%	+9.2%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	8'494.9	-4.8%	+0.4%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'160.2	-4.0%	+4.8%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	40'669.4	-10.0%	-13.4%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	5'569.1	-7.7%	-14.2%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	17'446.3	-6.2%	-18.2%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	36'045.4	-1.1%	-9.6%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	80'242.2	-2.3%	-5.9%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	3'655.5	-6.3%	-10.7%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'112.8	-6.1%	-6.3%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligationen (gemischt)		30.04.2025	04/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	154.2	+0.8%	+0.6%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.3	0.0%	+0.8%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	359.7	-0.4%	-0.2%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	274.0	-0.3%	+0.8%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Staatsobligationen		30.04.2025	04/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	186.8	+3.2%	+0.0%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.2	+0.2%	+2.1%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	179.7	+1.7%	-0.3%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Unternehmensobligationen		30.04.2025	04/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	191.2	+0.6%	+0.1%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	185.8	-0.4%	+0.9%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	605.9	-0.4%	-0.3%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	168.1	+0.8%	+0.1%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	302.9	+0.1%	+0.1%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Alternative Anlagen		30.04.2025	04/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Gold Spot CHF/kg	CHF	87'313.6	-1.7%	+14.0%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	100.9	-11.8%	-7.4%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'714.6	-2.7%	0.0%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Währungen		30.04.2025	04/2025	2025YTD	2024	2023	2022
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8258	-6.6%	-9.0%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9360	-2.1%	-0.4%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5771	-2.2%	+0.2%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1013	-3.6%	-3.0%	+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, Lüssliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 30.04.2025; Wirtschaftsdaten per 30.04.2025; Wirtschaftsprognosen vom 30.04.2025; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.