



Stand-up-Paddling auf dem Ägerisee (Foto: Andreas Busslinger)

Rüchläufige Inflationsraten und Zinsen in Europa

Der globale Handelskrieg ist längst nicht ausgestanden. Zwar kam es im Mai zwischenzeitlich zu einigen erfreulichen Nachrichten. Häufig folgten jedoch bereits kurze Zeit später wieder gegenteilige Botschaften. Die grosse Verunsicherung prägte auch den Rohstoffhandel. Weil zugleich der Dollar an Wert einbüsste, wurden die Energieimporte in Europa in den letzten Monaten im zweistelligen Prozentbereich günstiger und wirkten disinflationär.

Die sinkende Inflation sorgt für rückläufige Leit- und Kapitalmarktzinsen in Europa. Dies wiederum stärkt die Kaufkraft der privaten Haushalte und begünstigt forcierte Ausrüstungs- und Bauinvestitionen. Die konjunkturelle Nadel ist aufwärtsgerichtet. Schwieriger sieht es in den USA aus. Da tendieren die langfristigen Zinsen nach oben und verteuern Unternehmens- und Hypothekarkredite und

sorgen für höhere Kosten für den Schuldendienst. Das mag mit ein Grund dafür sein, dass die sagemumwobene Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway, die vom mittlerweile 94-jährigen Warren Buffett vor 60 Jahren gegründet wurde, heute mehr liquide Mittel als Realanlagen (Aktien von Apple, American Express, Bank of America, Coca-Cola, Chevron usw.) hält.

Das Potenzial für eine fortgesetzte Erholung bei den US-Aktien ist angesichts der konkurrierenden Anleihsrenditen (4.4% und 5.0% für 10- respektive 20-jährige Staatsanleihen) begrenzt. In der Schweiz verhält es sich genau umgekehrt. Die Renditekurve der Eidgenossen liegt bei Laufzeiten bis fünf Jahren im Minus. Da erscheint ein gut durchmischter Aktienkorb mit einer Gewinnrendite von mehr als 6% ziemlich vorteilhaft.

Der Mai sorgte für eine Wende

Ende April lagen noch viele Portfolios leicht im Minus. Im Mai entspannte sich der Zollkrieg, die Volatilität ging zurück und die Anleger fanden wieder mehr Zutrauen. Trotz dieser Wende blieben die Rahmenbedingungen anspruchsvoll, denn die langfristigen Zinsen tendierten nach oben, vor allem in den USA und in Japan. Der Dollar verlor seit Jahresbeginn dennoch mehr als 9% und zog damit den Weltaktienindex (BBG World -5.9% in CHF) in die Tiefe. Der breite US S&P 500 Aktienindex vermochte sich wie die meisten Aktienindizes im Mai zu erholen; nach fünf Monaten liegt er jedoch immer noch tief im Minus (-9.4% in CHF). Die Schweizer Aktien (SMI: +5.4%) mittelten sich in die Performance von europäischen Aktienindizes ein, die vom deutschen Index (DAX: +19.6%) angeführt werden.

Bei den einzelnen Titeln erfuhr die Gesamtrendite inkl. Dividende nach fünf Monaten eine grosse Bandbreite bei den Einzeltiteln (in

CHF): von Apple (-27%), Alphabet (-17%) und Amazon (-15%) an einem Ende zu Aktien wie Engie (+34%), Vinci (+29%), Axa (+27%), Swiss Life (+22%), Nestlé (+21%), Schindler (+19%) sowie Also, BKW und Deutsche Telekom (je +18%) am anderen Ende.

In dieser Kapitalmarktumgebung bestätigte sich in der defensiven Risikoklasse 1 (mit einem hohen Anleihsanteil) eine unverändert deutlich positive Rendite (+1.6%). In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +1.9%, im Mai +2.4%) war die volatile US-Tech-Aktienperformance spürbar, noch stärker in der dynamischen Risikoklasse 5 (z. B. Revo5 +3.0%; im Mai +3.1%).

Aussergewöhnlich gut verlief bislang die Performance der Dividendenstrategie (z. B. Revo Dividenden mit +10.7%; im Mai +3.2%). Das geht auf zahlreiche starke Dividendenaktien wie Helvetia (+35%) und Cembra Money Bank (+29%) zurück.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Mai 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	+1.1%	+1.4%
Zugerberg Finanz R2	+1.7%	+1.7%
Zugerberg Finanz R3	+2.1%	+1.8%
Zugerberg Finanz R4	+2.7%	+2.0%
Zugerberg Finanz R5	+3.0%	+2.4%
Zugerberg Finanz RDividenden	+2.7%	+11.3%
Zugerberg Finanz Revo1	+1.2%	+1.6%
Zugerberg Finanz Revo2	+2.0%	+1.8%
Zugerberg Finanz Revo3	+2.4%	+1.9%
Zugerberg Finanz Revo4	+2.8%	+2.4%
Zugerberg Finanz Revo5	+3.1%	+3.0%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+3.2%	+10.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+3.0%	+1.9%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+3.5%	+2.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+3.9%	+2.7%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Mai 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.3%	+0.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.7%	+1.2%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+1.2%	+1.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+1.7%	+2.2%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+2.2%	+2.5%

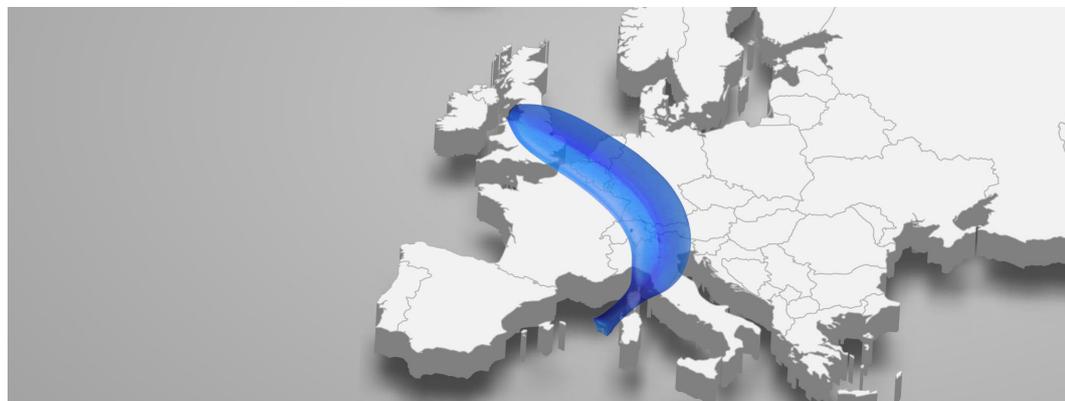
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Mai 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+1.2%	+1.6%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+2.0%	+1.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+2.4%	+1.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+2.8%	+2.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+3.1%	+3.0%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+3.2%	+10.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+3.0%	+1.9%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+3.5%	+2.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+3.9%	+2.7%

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

Makroökonomie

Eine neue Wachstumsdynamik kultivieren



Das Agglomerationsband «Blaue Banane» mit rund 110 Millionen Einwohnern ist die historische Wirtschaftskraft Europas (Grafik: Zugerberg Finanz)

Der zollpolitische, angstvolle Blick über den Atlantik ist falsch. Die grossen Herausforderungen Europas liegen diesseits, gewissermassen vor der eigenen Haustür: So ist u. a. das (Fachkräfte-)Arbeitsangebot durch die richtigen Anreize im Steuer- und Abgabensystem zu erhöhen. Durch tieferen Bürokratieaufwand gilt es zudem, die Wachstumsdynamik zu kultivieren. Eine Abkühlung des staatlichen Ausgabenwachstums würde ausserdem privatwirtschaftliche Lösungen beflügeln. Die Herausforderungen sind vielfältig, packen wir sie an.

Angesichts der tektonischen Verschiebungen in der Geopolitik halten wir die Weichenstellung für die Zukunft Europas für äusserst relevant. Eine Stärke des Standortes ist es, dass es mehrere regionale Zentren mit hoher Innovationskraft und dynamischer, wirtschaftlicher Aktivität mit unterschiedlichen Schwerpunkten gibt. Diese befinden sich zumeist in der «Blauen Banane», einem dicht bevölkerten, gekrümmtem Agglomerationsband mit rund 110 Millionen Einwohnern, d. h. in einem europäischen Grossraum zwischen der Irischen See und dem Mittelmeer, der seit Jahrhunderten als die Wirtschaftskraft im Herzen Europas gilt.

Doch seit dem pandemiebedingten Einbruch erholte sich das reale Bruttoinlandsprodukt in der Blauen Banane nicht so stark wie andernorts. Wachstumsdämpfend ist insbesondere die Entwicklung im produzierenden Gewerbe. Wichtige Industriezweige wie der Maschinenbau, die Automobilbranche oder die Chemie, aber auch die Bauwirtschaft kämpfen mit Problemen. Die Unternehmensinvestitionen sind gesunken, sowohl bei den Ausrüstungen als auch bei den Bauten.

In früheren Konjunkturzyklen gingen oft wichtige Impulse für einen Aufschwung von den Exporten aus. Diesmal lässt dies auf sich warten. Die Konkurrenz auf den Weltmärkten wächst, stark aus Asien, insbesondere aus China. Europäische Exporteure verlieren an Marktanteilen. Auch der private Konsum ist derzeit nur eine verhaltene Konjunkturstütze. Zwar gab es nach der Pandemie gewisse Nachholeffekte. Doch die hohe Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung und die starken Preissteigerungen versetzten der Konsumentenstimmung einen erheblichen Dämpfer.

Immerhin ist die Inflation mittlerweile deutlich gesunken. Das dürfte dem Konsum Auftrieb verleihen. Es gibt also auch erfreuliche Entwicklungen. Für Unternehmen, die auf Fremdfinanzierung angewiesen sind, sind die Kosten deutlich niedriger. Bei den börsennotierten nicht-finanziellen Konzernen liegt die Eigenkapitalquote, die während der Corona-Krise gesunken war, sogar auf dem höchsten Stand seit 2008. Das sind Zeichen, dass wir uns wieder auf einen langfristigen Wachstumstrend begeben könnten, sofern die strukturellen Weichen richtig gestellt werden.

Die Wirtschaftsschwäche kommt strukturell vom Fachkräftemangel und der schwachen Fachkräftezuwanderung. Sodann sind die hohen Energiepreise zu einem Belastungsfaktor geworden. Der wichtigste Punkt, der die Unternehmensdynamik schwächt, ist die hohe Regulierungsdichte und die Vielzahl an staatlichen Vorschriften. Zudem verhindern langsame Planungs- und Bewilligungsprozesse («Bürokratie»), dass man sich mit anderen, produktiven Aktivitäten befassen kann. Bei der Digitalisierung der öffentlichen Verwaltung besteht ebenfalls ein immenser Nachholbedarf. Damit liegt ein hohes Potenzial für Produktivitätssteigerungen brach.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die Inflation (-0.1%) liegt auf dem niedrigsten Stand seit April 2021. Die Abkühlung der globalen Konjunktur erhöht das Risiko einer anhaltend negativen Inflation.
Eurozone, Europa	↗	↗	Jean Monnet schrieb: «Europa wird in Krisen geschmiedet und wird die Summe der Lösungen sein, die für diese Krisen gefunden wurden.»
USA	→↗	→↗	Strukturherausforderungen gilt es auch in den USA anzugehen, ebenso Innovationen und Digitalisierung umzusetzen. Die Wirtschaft schwächelt derzeit.
Rest der Welt	↗	↗	In immer mehr Ländern wird das Potenzial von Produktivitätssteigerungen konsequenter genutzt als im «alten» Europa. Das verändert die Wettbewerbsfähigkeit.

Liquidität, Währung

Europa in der Aufwärtsbewegung



Bild erstellt mit «Chat & Ask AI» (Grafikprompt: Zugerberg Finanz)

In Europa sinkt die Inflation deutlich und damit wächst die Zuversicht. Günstige Finanzierungsbedingungen machen Investitionen attraktiver und erhöhen die Bereitschaft, Kapital für die Zukunft zu investieren. Die Kreditnachfrage nimmt in Europa zu, und europäische Aktien übertreffen die amerikanischen Aktien seit Jahresbeginn weiterhin um rund 20%. Unter Einbezug des schwachen Dollars sind die Performance-Unterschiede noch grösser.

Die rasche Erholung der Aktienkurse von den Jahrestiefstwerten anfangs April ist insbesondere in den USA im Ausmass überraschend, zumal sich die Wachstumsaussichten für die US-Volkswirtschaft in jüngster Zeit eintrübten. Darauf zu reagieren wird für die hochverschuldeten USA geld- und fiskalpolitisch anspruchsvoll. Der Anleihensmarkt signalisierte seine Skepsis gegenüber weiteren Steuersenkungen klar. Zudem lastet die Unsicherheit rund um die radikalen US-Zölle und unvorhersehbaren Kehrtwendungen schwer.

Es fehlt nicht nur kurzfristig, sondern auch langfristig an Vorhersehbarkeit, wobei mit Donald Trump nach Jahrzehnten des Freihandels eine Periode mit mehr ökonomischem Nationalismus und Protektionismus eintreten dürfte. Doch da selbst dies nur eine These ist, werden Investitionsvorhaben in den USA immer weiter hinausgeschoben.

Der siegesgewohnte US-Präsident Donald Trump erlitt in den letzten Wochen massive Rückschläge, sei es in den Verhandlungen mit Russland (Ukraine), mit Iran (Atomprogramm), mit China (Zölle, Handel), mit Kanada (Handel) und am Kapitalmarkt (US-Treasuries,

Ratingagentur Moody's). Die Nervosität in seinem Umfeld nimmt zu, weil bei den Zwischenwahlen im kommenden Jahr herbe Verluste drohen, sollte er im bisherigen Stil weiter politisieren und – zollbedingt – letztlich eine höhere Inflation sowie eine konjunkturelle Delle provozieren. Es wäre die erste Rezession in der US-Geschichte, welche auf die Handlungen einer einzigen Person zurückgeführt werden könnte.

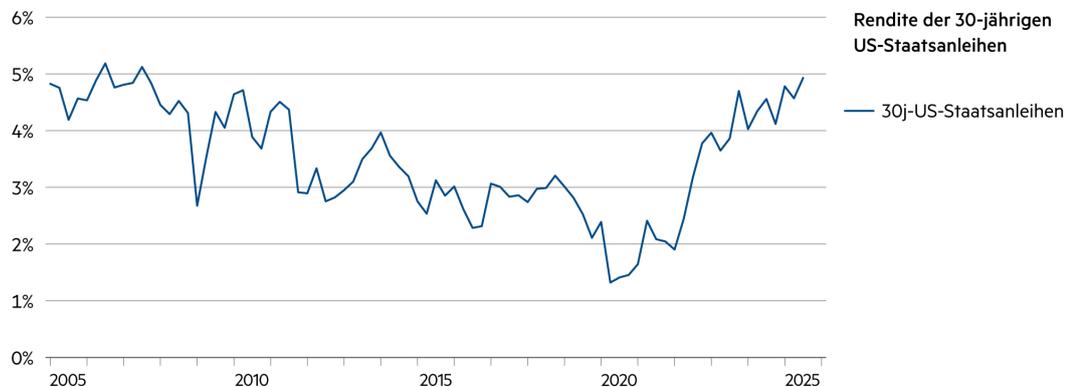
Auf mehr Protektionismus und verlangsamtes Wirtschaftswachstum haben wir uns in den Portfolio-Strategien mit forciert defensiven Werten längst gewappnet. Der breiten Masse der US-Aktien drohen tiefere Margen, sinkende Gewinne und rückläufige Kurse. Deshalb bleiben wir da untergewichtet und investieren ausschliesslich in globale marktführende Unternehmen mit positiven Gewinnzuwachs-raten wie Microsoft, Mastercard und beispielsweise Nvidia, dessen Herzstücke weiterhin vorwiegend in Taiwan produziert werden.

In Europa wird beobachtet, wie Talent, Kapital und Innovation seit jüngstem auch aus Nordamerika zufließen. Die Grundlagenforschung ist in vielen Bereichen Weltklasse, nun folgen auch massive Investitionen in die Realwirtschaft: 1'000 Milliarden Euro in Deutschlands Zukunftsfonds für Verteidigung, Sicherheit und Infrastruktur. Das europäische Weltraumprogramm wird beschleunigt, und die EU investiert allein 200 Milliarden in KI-Entwicklungen. Das privatwirtschaftliche Engagement dürfte diese Summe mehr als verdoppeln. Das alles führt zu MEGA: Make Europe Great Again. Die Investoren glauben daran und deshalb entwickeln sich die europäischen Märkte besser als die amerikanischen.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Am kurzen Ende leihen sich Banken gegenseitig Geld zu -0.07% (3 Monate), -0.27% (12 Monate) und -0.09% (4 Jahre) aus: Wir sind zurück in einer Negativzinsperiode.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Die Finanzstabilität in der Eurozone stärkte den Euro und wirkte sich durch die reduzierte Volatilität netto positiv auf das BIP aus, was wiederum den Euro stärkte.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Die starke Aufwertung des Frankens trägt zum Rückgang der Inflation respektive der negativen Importgüterpreisentwicklung (z. B. Rohstoffe) bei.
Euro / US-Dollar	→↗	↗	Rascher als erwartet hat sich der Euro auf 1.14 aufgewertet. In der Eurozone lässt die neutrale EZB-Geldpolitik die Inflation wohl unter die Zielgrösse von 2% fallen.

Anleihen

Der Anleihensmarkt reagiert



Rendite der 30-jährigen US-Staatsanleihen: 2005 bis 2025 (Quelle: Federal Reserve Economic Data | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Steuerkürzungen in den USA kommen auf dem wichtigsten Anleihensmarkt der Welt, dem Markt für US-Schatzanleihen, nicht sonderlich gut an. Das Abstimmungssignal an den Kongress lautet «macht keinen Fehler». Als Warnsignal lifete der Markt die Rendite der 30-jährigen Staatsanleihen im Mai vorübergehend auf 5.2% – so hoch wie seit zwei Jahrzehnten nicht mehr. Weniger Steuereinnahmen bedeuten geringere Sicherheit, dass die Anleihen in Zukunft verzinst und getilgt werden können.

De facto ist der US-Staatshaushalt bereits heute ausser Lot und der Pfad vermittelt eine nachhaltig schädliche Entwicklung. Die Steuereinnahmen können die Ausgaben bei weitem nicht decken. Das führt zu einer Neuverschuldung, die mit 7% gemessen am Bruttoinlandprodukt eine Höhe erreichte, welche die USA noch nie in einer Periode des wirtschaftlichen Aufschwungs hatte. Das ist umso bemerkenswerter, weil derzeit ein erhöhtes Rezessionsrisiko vorliegt.

Rezessionen gehen typischerweise mit sinkenden Steuereinnahmen einher, was das Defizit erhöhen würde. Zudem wären in einer «normalen» Volkswirtschaft, welche in eine Rezession gerät, fiskalische Impulse zu erwarten. Doch wenn in einer wachsenden Volkswirtschaft das Haushaltsdefizit bereits rund 2'000 Milliarden Dollar pro Jahr beträgt, kann nicht damit gerechnet werden, dass zusätzliche fiskalische Massnahmen finanziell verkräftet werden können. Erwähnt werden muss dies in einer Zeit, in der die US-Wirtschaft mit den Auswirkungen der steilsten Zollerhöhungen seit fast einem Jahrhundert kämpft.

Bei einem Zinssatz von rund 5% führt allein die gegenwärtige Neuverschuldung zu zusätzlichen Zinszahlungen des Staates im kommenden Jahr in der Höhe von 50 Milliarden Dollar. Hinzu kommt die Tatsache, dass innert 12 Monaten rund 9'000 Milliarden Dollar Staatsanleihen in neue Schuldpapiere zu deutlich höheren Zinsen «gerollt» werden müssen. Die Parlamentsmitglieder scheint das überhaupt nicht zu kümmern. Genau dies verunsichert nicht nur die Investoren, welche sich bei den jüngsten Anleiheauktionen zurückhielten.

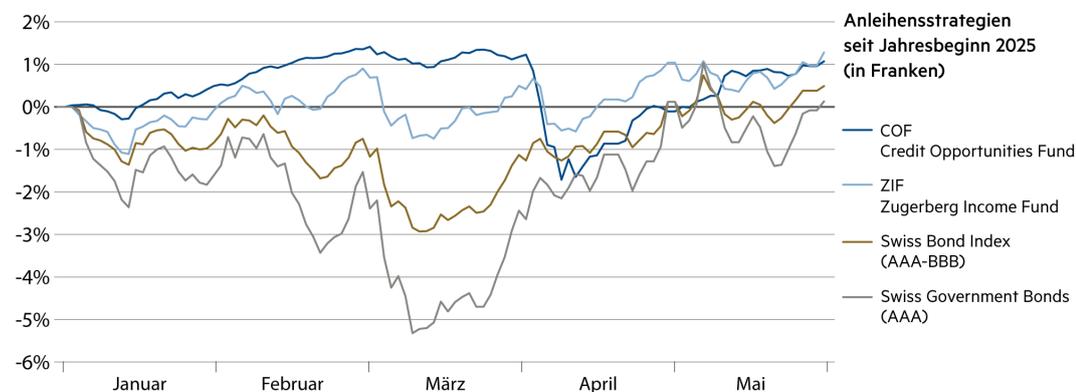
Auch Verbraucher (Konsumentenkredite und Leasingzinsen), Unternehmen (Kreditkonditionen) und Wohneigentümer (Hypothekarzinsen) spüren das erhöhte Zinsniveau und wundern sich über die Diskussionen rund um den Gesetzesentwurf, der durch Steuerensenkungen viel Wachstum erzeugen soll. Dieser sieht zudem eine Anhebung der US-Schuldenobergrenze um weitere 4'000 Milliarden Dollar vor, so dass in der Amtszeit von Donald Trump möglichst lange nicht mehr über einen «Government Shutdown» diskutiert werden muss.

Bereits vor der Budgetdebatte im Kongress in Washington, die noch bis in den kommenden Monat andauern dürfte, hat Moody's als letzte der drei grossen Ratingagenturen eine Rückstufung der Bonität der Vereinigten Staaten vorgenommen. Das Rating liegt inzwischen mit einem «AA+» gleich hoch wie beispielsweise bei Apple und damit tiefer als etwa das «AAA»-Rating der Zuger Kantonalbank, Microsoft sowie Johnson+Johnson.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→↗	→↗	Die US-Staatsanleihen geniessen weiterhin eine steuerliche Vorzugsbehandlung. Die Zinserträge unterliegen in den USA keiner Einkommensbesteuerung.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Die Unternehmensanleihen in den USA geraten aufgrund der deutlich höheren Finanzierungskosten tendenziell eher unter Druck als die europäischen.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Sollte sich das Wachstumsbild nicht wesentlich verschlechtern, sorgen nachrangige und hochverzinsliche Unternehmensanleihen für überdurchschnittliche Renditen.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Weiterhin Solidität im Bond-Portfolio



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

In den ersten fünf Monaten sorgten unsere Anleihen in einem schwierigen Umfeld für Solidität in den Portfolios. Jene Strategien mit einem hohen Anleiheanteil haben erwartungsgemäss deutlich geringere Schwankungen erfahren als diejenigen mit einem hohen Aktienanteil. Der gesamte Swiss Bond Index (+0.5%) schritt seit Jahresbeginn etwas voran. Der konservativ ausgerichtete Zugerberg Income Fund (ZIF: +1.3%) wie auch der prämienausgerichtete Credit Opportunities Fund (COF: +1.1%) liegen deutlich im Plus.

In der Positionierung der beiden Anleihenslösungen achten wir auch auf eine Diversifikation der Schuldner wie auch der Branchen. Im ZIF befinden sich 280 Anleihen von 200 verschiedenen Emittenten, während es sich beim COF um rund 208 Anleihen von 182 verschiedenen Unternehmen handelt. Im ZIF gibt es u. a. konservative Anleihen wie Pfandbriefe, die mit erstklassigen Schweizer Hypothekarkrediten gesichert und deshalb mit einem «AAA»-Rating ausgestattet sind. Allerdings entwickelten sich die Renditen dieser Pfandbriefe im Zuge der gesunkenen Inflationsrate und der tieferen Eidgenossen-Renditen rückläufig.

Während sich Bankkonti praktisch mit einer Null-Verzinsung zufriedengeben müssen, können mit Anleihen teilweise noch positive Renditen erzielt werden. Zudem können sie Kursgewinne erzielen, sollten die Zinsen beispielsweise im Zuge einer konjunkturellen Delle fallen, während bankbezogene Sichteinlagen kein Kurspotenzial aufweisen.

In den vergangenen Wochen nahmen wir im ZIF einige neue Anleihen auf, u. a. von Flughafen Zürich (ca. 1.2% Coupon), Georg Fischer (1.6%), Dorma Kaba (1.4%), Liechtensteinische Landesbank (1.7%),

Kühne + Nagel (1.0%), SIX Group (1.0%), Coop-Gruppe (1.3%), Zurich Insurance (6.3% USD) und Google (3.4% EUR). Handelt es sich um Anleihen in Dollar oder Euro, werden die Währungsrisiken vollständig abgesichert. Die Inspiration für das selektive Vorgehen resultiert aus der Kundenperspektive, mit diesem Fonds eine positive Gesamtrendite in Schweizer Franken zu erzielen und ihn zugleich als robusten Baustein in einem Gesamtportfolio zu bewirtschaften.

Im COF kamen ebenfalls neue Anleihen dazu. Diese waren beim Rating typischerweise tiefer eingestuft und das Ziel liegt eher darin, unter Inkaufnahme von Schwankungen rund 2.0% bis 2.5% mehr Rendite als mit dem Schweizer Bond Index zu erzielen. Unter den bekannteren Emittenten, die jüngst dazu kamen, sind der Baukonzern Implenia (2.5% Coupon), das Telekomunternehmen Sunrise (4.6% EUR), Südzucker (6.0% EUR), der Energielieferant EDP Portugal (4.5% EUR) und der Generikahersteller Teva (4.1% EUR), der Business Jet-Hersteller Bombardier (6.8% USD) sowie der Infrastrukturbetreiber Veolia (4.4% EUR) zu erwähnen.

Die Implenia-Anleihe ist ein gutes Beispiel für den COF. Die Anleihe wird Ende April 2029 fällig. Die Rückzahlungsrendite liegt rund 220 Basispunkte über jener des vergleichbaren Eidgenossen. Konkret liegt dessen Rendite per Ende Mai bei -0.2%, d. h. ein Investor muss eine negative Rendite in den nächsten fünf Jahren in Kauf nehmen. Die Implenia-Anleihe handelt derzeit bei rund 101.8% und wird mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit zu 100.0% zurückbezahlt. Daraus resultiert eine Rendite, die 2.2% höher liegt als bei einer vergleichbaren Staatsanleihe und damit zu unserem langfristigen Ziel beiträgt.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2025 (seit Jahresbeginn)	+1.3%	+1.1%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-6.6% (-1.0%)	+35.8% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	55%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	98 BP (-12 BP)	405 BP (-27 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

Risiken am Immobilienmarkt



Gartenhochhaus Aglaya in der Suurstoffli Risch-Rotkreuz (Foto: Andreas Busslinger)

Die Schweizer Finanzmarktaufsicht (FINMA) weist in ihrer Aufsichtsmittteilung vom 22. Mai 2025 insbesondere auf das Kreditausfallrisiko und das Immobilienbewertungsrisiko hin. Die Mitteilung richtet sich primär an die Institute, die sich im Hypothekenbereich bewegen (Banken, Versicherungen, Pensionskassen und Anlagestiftungen). Eine Verschärfung der bisherigen Praxis ist nicht auszuschliessen, wie erste Marktindikationen uns vermitteln, würde aber die Nachfrage nach Wohneigentum weiter einschränken.

Die Ergebnisse der FINMA Aufsichtsaktivitäten zeigten bei diversen Banken auf, dass insbesondere die Tragbarkeitsbeurteilung sowie die Bewertungspraxis von ihrer Idealvorstellung abweichen. Das führt, sofern eine Finanzierung ausserhalb der Tragbarkeitskriterien vergeben wird, zu sogenannten ETP-Geschäften («Exception to Policy»).

Aufgrund der aktuellen Risikolage rät die FINMA, die Belehnungsgrenzen für Renditeobjekte tiefer und die Amortisationsforderungen höher festzulegen. Das Thema ist seit mehr als zwei Jahrzehnten bekannt, geprägt von der Immobilienfinanzierungswelle in den 1980er Jahren, in der bis zu 100% des Kaufpreises finanziert wurde. Ende der 1980er-Jahre stieg die Inflation in der Schweiz an, und die Nationalbank musste die Geldpolitik stark straffen. In der Folge stiegen die Hypothekarzinsen. In den frühen 1990er Jahren und es kam zu massiven Wertberichtigungen – vor allem bei gewerblichen Renditeliegenschaften, die jedoch in den Folgejahren fast ohne Verluste wieder aufgelöst werden konnten. Seither verschärfte sich die Vergabepaxis massiv.

In der Schweiz liegt deshalb das Ausfallrisiko bei selbstgenutztem Wohneigentumskrediten sehr tief. Obschon sich eine 10- oder 20-jährige Festhypothek zu unter 2% abschliessen lässt, muss eine Bank die Tragbarkeit anhand eines kalkulatorischen Zinssatzes von 5% prüfen. Allerdings darf das Haushaltseinkommen nicht angepasst werden, obschon ökonomisch klar ist, dass das Szenario von einem nominell stabilen Bruttoeinkommen bei hoher Inflation (ca. 4% p. a.), welche mit einem erhöhten Hypothekarzinsniveau einhergehen würde, nicht realistisch ist. Auch darf nicht einbezogen werden, dass die Inflation den Marktpreis der Immobilie in die Höhe schraubt, während sich der Verschuldungsgrad durch die nominell stabile Hypothekarschuld tendenziell reduziert. Ausserdem ist das Bruttoeinkommen flexibel und kann – je nach Haushaltsbedarf – durch einen erhöhten Beschäftigungsgrad bei Doppelverdienern erhöht werden.

Dennoch sind die Banken gezwungen, unrealistische Szenarien in ihren bankinternen Richtlinien festzulegen und Stresstests nach den FINMA-Vorgaben durchzuführen, egal, ob die einem ökonomisch plausibel erscheinen oder nicht. Klar bleibt jedoch, dass das Oberleitungsorgan (der Verwaltungsrat einer Bank resp. einer Versicherung) die Risikopolitik regelt und jährlich den Risikoappetit festlegt. Entsprechend präzisiert das Organ auch die Risikotoleranz im Hypothekarbereich. Wir begrüssen deshalb, dass ehemalige Mitglieder von Aufsichtsbehörden (wie z. B. Thomas Jordan, der in den Verwaltungsrat der Zurich Insurance gewählt wurde) in der Praxis erleben, wie sachgemäss und angemessen die Risiken tatsächlich gemessen und gesteuert werden.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Die Risiko-Praxis müsste noch stärker prinzipienbasiert sein. Das regelbasierte Vorgehen («tick the box») schwächt letztlich die spezifische Risikoorientierung.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↗	↗	Der Detailhandelsmarkt ist durch den Online-Handel, insbesondere im Lebensmittel- und Modebereich, herausgefordert. Die Flächennachfrage sinkt.
Immobilienfonds CH	→	→↗	Der Schweizer Immo-Fonds Index (SWIIT) hat seit Jahresbeginn eine Gesamtrendite von +3.3% erzielt: «Unsere» Mobimo (+13%) und PSP (+17%) deutlich mehr.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Bislang die relativ beste Anlageklasse mit Titeln wie Engie (+34% Gesamtrendite), Vinci (+29%), BKW (+18%), Veolia (+16%) und Flughafen Zürich (+8%).

Aktien

KI wird weiterhin prägend sein



Künstliche Intelligenz gewinnt stark an Bedeutung und durchdringt immer mehr Bereiche des Privat- und Geschäftslebens (Bildquelle: stock.adobe.com)

Künstliche Intelligenz (KI) wird die Aktienmärkte weiterhin prägen. KI wird wohl bedeutender sein als Feuer oder Elektrizität. Superintelligenz und die Geschwindigkeit, mit der sie in den jeweiligen Branchen implementiert wird, entscheiden über die Wettbewerbsfähigkeit zahlreicher Unternehmen. Selbst im Asset Management wird die Integration von KI erforderlich, um zu einer effizienteren und effektiveren Entscheidungsfindung zu gelangen.

Innerhalb der Zugerberg Finanz nutzen wir KI prospektiv, um gängige Prognosen und Trendanalysen zu hinterfragen und frühzeitig Risiken zu erkennen. Dieses Jahr zeigt einmal mehr, wie gross die tatsächliche Marktentwicklung von den Prognosen abweicht, die noch vor einem halben Jahr publiziert wurden. Das bedeutet, dass man sich nicht allzu lange an Veraltetem festklammern sollte, sondern vielmehr das Portfolio verändern und anpassen muss, wenn sich die Fakten verändern.

Der Unterschied zwischen den amerikanischen Märkten sowie den europäischen und asiatischen Märkten erhärtete sich bereits vor mehreren Wochen, als die Wachstumsprognosen für die USA reduziert und jene für Europa und Asien erhöht wurden. Um Risiken zu minimieren und die Performance zu maximieren ist eine rasche Optimierung der Assetallokation notwendig.

Europäische und amerikanische Aktien legten nach einem schwierigen Monat April im Mai parallel eine gute Entwicklung hin, wobei sich die amerikanischen Indizes als volatil erwiesen. Zahlreiche Unternehmen stehen weiterhin unter Druck, unternehmerisch und infolgedessen auch bewertungsmässig.

An Apple (-27% in CHF seit Jahresbeginn) halten wir weiterhin fest. Stark unter Druck bleibt Apple allein schon, weil der US-Präsident wiederholt eine Produktionsverlagerung in die USA forderte, doch CEO Tim Cook wies ihn schon mehrfach darauf hin, dass in den USA entsprechende Fertigungsfähigkeiten schlicht und einfach nicht zur Verfügung stünden. China hätte sich schon längst als Billiglohnland verabschiedet. Der Hauptgrund für die dortigen Produktionsstätten sei die immense Verfügbarkeit von (hoch-)qualifiziertem Personal.

Apple hat zwar angekündigt, in den nächsten vier Jahren 500 Milliarden Dollar in den USA zu investieren, u. a. in eine neue Server-Fertigungsanlage in Houston und eine Zulieferer-Akademie in Michigan. Doch Trump fordert eine vollständige Verlagerung der iPhone-Produktion. Dabei wird vielfach die Dimension übersehen. Die grössten FATP-Anlagen (Final Assembly, Test und Pack-out) von Apple stehen in Asien und sind für Nicht-Asiaten unvorstellbare Städte mit mehreren hunderttausend Menschen, Schulen, Sporthallen, Wohnheimen und Fabrikstätten. Der grösste Komplex steht in der chinesischen 13-Millionen-Stadt Zhengzhou und hat sogar den Namen «iPhone City» erhalten.

Der Zementkonzern Holcim hat Einzelheiten zur Abspaltung seines Nordamerikageschäfts Amrize bekannt gegeben. Am Montag, 23. Juni 2025 wird der erste Handelstag von Amrize sein. Amrize wird in den SMI aufgenommen und strebt zudem die Aufnahme in den US-S&P 500 Index an. Formell erfolgt für jede Holcim-Aktie eine Sonderausschüttung in Form einer Sachdividende von einer Amrize-Aktie.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	➔➡	➡	Nach fünf Monaten liegen im SMI die Aktien weit auseinander – zwischen Swiss Life und Geberit (je +22%), Nestlé (+21%) bis zu Logitech (-9%) und Sonova (-13%).
Aktien Eurozone, Europa	➔➡	➡	Die grössten Portfoliobeiträge in Schweizer Franken seit Jahresbeginn erzielten Axa (+27%), Deutsche Telekom (+18%) und Siemens (+14%).
Aktien USA	➔	➡	Die Renditebeiträge variierten im Mai sehr: Nvidia (+24% in USD), Microsoft (+17%), Amazon (+11%) und Alphabet (+7%). Berkshire und Apple (je -5%) fielen zurück.
Aktien Schwellenländer	➔➡	➡	Der langjährige Aktienmarktaufschwung in Indien (+5% seit Jahresbeginn) setzte sich trotz der Verlagerung der Schwellenländer-Aktienallokation nach China fort.

Alternative Anlagen

Stresstests für Schattenbanken

EU-Regulatoren wollen mit Stresstests Finanzstabilitätsrisiken aufspüren, die vom rasch wachsenden Schattenbankenbereich ausgehen. Im kommenden Jahr sind erstmals ein Stresstest für alle sogenannten Nicht-Bank Finanz-Intermediäre geplant. Dazu zählen Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften und Private Equity-Unternehmen, die wie Banken Finanzgeschäfte (z. B. Hypothekarkredite) anbieten, aber weniger reguliert sind.

Gewiss haben sich die FINMA und die SNB auch entsprechende Gedanken gemacht. Doch sorgen müssen sich gut geführte Schattenbanken nicht. Ihre Liquiditätsrisiken unterscheiden sich fundamental von jenen der Banken. Das ist ein wesentlicher Grund, weshalb sie auch Marktanteile gewinnen. In Europa fällt inzwischen etwa ein Viertel des gesamten Kreditbestands auf Nichtbanken.

Bei Banken hat man sich im Kreditgeschäft lange auf das Ausfallrisiko konzentriert. Vernachlässigt wurde das Reputations- und letztlich das Liquiditätsrisiko. Wenn ein grösserer Schuldner ausfiel, seine Zinsen nicht mehr bezahlte und die Tilgung nicht mehr stemmen konnte, wurde das publik und sorgte für Unsicherheit unter den Bankkunden (ein Beispiel war der Zusammenbruch der Immobilien-Gruppe Signa des Österreichers René Benko).

Wie rasch die Kundschaft ihre Sichteinlagen abziehen und zu einer anderen Institution transferieren kann, zeigte sich im Frühjahr 2023 am Beispiel der Silicon Valley Bank. Durch soziale Medien wurde das Gerücht verbreitet, wonach die kalifornische Bank zahlungsunfähig werden könnte. Das veranlasste die Kundschaft, innert weniger Stunden einen Viertel der Kundeneinlagen abzuziehen – weshalb sie über Nacht effektiv zahlungsunfähig wurde. Das war der erste «Bank Run» mit sozialen Medien als Brandbeschleuniger.

Ein Bankier ist ein Mensch, der seinen Schirm verleiht, wenn die Sonne scheint, und ihn sofort zurückhaben will, wenn es zu regnen beginnt. Mark Twain traf damit einen wunden Punkt in der Geschichte der Kreditvergabe durch Banken. Immer mehr Unternehmen verlassen sich deshalb auf ein widerstandsfähiges, kapitalreich ausgestattetes Schattenbankensystem. Und Schattenbanken wie Partners Group, KKR und Apollo treten dank ihrem positiven

Beitrag zur volkswirtschaftlichen Entwicklung immer stärker aus ihrem Schatten hervor.

Letztlich führte die zunehmende Regulierung der Banken (u. a. höhere Eigenmittelerfordernisse, höhere Liquidität) dazu, dass die meisten ihr Geschäftsmodell ins relativ risikolose Hypothekarkreditgeschäft verlagerten. Gerät eine bankfinanzierte Unternehmung wie seinerzeit die SAir Group in Schwierigkeiten, erhalten die Nachfolgesellschaften keine Bankkredite mehr. Unternehmensteile wie SR Technics, Swissport und Gategroup, die sich damals verselbständigten, verdankten ihr neues Leben ausschliesslich den Schattenbanken. Auch in der Krise 2008/09 und im Frühjahr 2020 zeigte sich, dass zahlreiche Unternehmen auf die Unterstützung ihrer Privatmarktfonds zählen durften.

Ein wachsendes Unternehmen hat Finanzierungsbedürfnisse, die durch Banken mit geringem Risikoappetit typischerweise nicht gestillt werden. Pensionskassen investieren genauso wie Stiftungen, Family Offices, reiche Einzelpersonen und andere in immer grösserem Umfang in Privatmarktgefässe, auch um an der Kreditvergabe durch Nichtbanken an einer prosperierenden Wirtschaft beteiligt zu sein. Diese erweisen sich oftmals als verlässlichere Kreditgeber. Weil sie wissen, dass die institutionellen Anleger, die in private Kreditfonds investieren, ihr Geld morgen nicht gleich zurückfordern, womit sich das Risiko plötzlicher Finanzierungsstopps für Unternehmen verringert.

Die hochregulierten Banken «optimieren» dagegen ihre Eigenmittel durch die Konzentration auf erstrangig gesicherte Kreditbücher. Kein Wunder, dass die private Kreditvergabe seit einigen Jahren schneller wächst als jene der Geschäftsbanken. Sie sorgt für Finanzmarktstabilität, wo Banken versagen. Ein Teil des Erfolgsmodells besteht darin, dass die verantwortlichen Kreditmanager erst dann Geld und Boni verdienen, wenn die Kredite verzinst und amortisiert sind. Sie sind mit eigenem Vermögen engagiert und handeln auch – anders als angestellte Bankmanager – nicht mit derselben Hebelwirkung. Übrigens hat vor wenigen Tagen Swiss Life angekündigt, gemeinsam mit dem Versicherer Vaudoise einen 1.2 Milliarden Franken schweren Kreditfonds zu lancieren.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↘	→↗	Der Preis (61 \$ WTI) wurde durch einen starken Rückgang der Bohranlagen in den USA gestützt, der eine bevorstehende Verlangsamung der Produktion bedeutet.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Eine angemessene Allokation in Gold könnte sich als hilfreicher Sicherheitspuffer gegenüber der Zoll- und Handelsunsicherheit erweisen.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	Wir empfehlen eine währungsgesicherte Lösung, denn der Dollar dürfte bis Mitte 2026 um weitere 9% fallen und sich seiner Kaufkraftparität nähern.
Private Equity	↗	↗	Da die Volatilität wahrscheinlich anhalten wird, eignen sich solche Wege, um ihre Portfolios gegen Turbulenzen und potenzielle Marktabschwünge abzusichern.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)			Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)		
		31.05.2025	05/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Aktien							
SMI	CHF	12'227.1	+0.9%	+5.4%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'850.3	+2.3%	+8.9%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	23'997.5	+6.6%	+19.6%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'751.9	+2.0%	+4.3%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	40'087.4	+6.5%	+16.3%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	8'772.4	+4.1%	+4.5%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'366.6	+3.9%	+8.9%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	42'270.1	+3.9%	-10.0%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	5'911.7	+6.1%	-9.0%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	19'113.8	+9.5%	-10.4%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	37'965.1	+4.4%	-5.6%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	81'451.0	+0.4%	-5.6%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	3'863.5	+5.7%	-5.6%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'157.3	+4.0%	-2.5%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.8	-0.9%	-0.3%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.1	-0.1%	+0.6%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	364.5	+1.3%	+1.2%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	275.0	+0.4%	+1.2%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	186.9	+0.1%	+0.1%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	137.3	-1.4%	+0.7%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	179.6	0.0%	-0.3%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	192.3	+0.6%	+0.7%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	185.1	-0.4%	+0.6%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	614.0	+1.3%	+1.0%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	168.8	+0.4%	+0.5%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	306.5	+1.2%	+1.3%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	86'968.3	-0.4%	+13.6%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	100.0	-0.9%	-8.3%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'810.5	+3.5%	+3.5%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8224	-0.4%	-9.4%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9333	-0.3%	-0.7%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5710	-1.1%	-0.9%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1069	+0.5%	-2.5%	+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, Lussiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.05.2025; Wirtschaftsdaten per 31.05.2025; Wirtschaftsprognosen vom 31.05.2025; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.