



Badeplatz Tellenörkli in Oberwil, Zug (Foto: Andreas Busslinger)

## Mit Zuversicht in die zweite Jahreshälfte

Die Weltwirtschaft war zu Beginn des 2. Quartals durch einen von den USA forcierten Zollkrieg schwer verunsichert. Doch sukzessive Fortschritte bei Handelsabkommen stabilisierten die sich abschwächenden Stimmungsbarometer bei Unternehmen und privaten Haushalten. Die harten Daten verbesserten sich dank robustem Konsum, und die fiskalischen Sorgen um die US-Staatsschulden nahmen eher wieder ab.

Die Entwicklungsdynamik bleibt jedoch volatil. Die unerwartet starke Widerstandsfähigkeit des US-Arbeitsmarktes führte zu einer abwartenden Haltung hinsichtlich Zinssenkungen, doch das Ende der superrestriktiven Geldpolitik zeichnet sich ab. Die US-Zentralbank dürfte sich in den kommenden 12 Monaten zu vier bis fünf Leitzinssenkungen durchringen. Schwieriger sind die Perspektiven für festverzinsliche Wertpapiere: Die jüngsten Entwicklungen sowohl bei den Wirtschaftsdaten als auch beim laufenden Verfahren zur Verabschiedung des Haushaltskompromisses der Republikaner

haben den Spielraum für einen baldigen, deutlichen Rückgang der Anleiherenditen verringert.

Der Dollar befindet sich weiterhin in einem ungünstigen Abwärtstrend, da sich der strukturelle Druck mit sinkenden Zinsen fortsetzen dürfte. Dagegen sieht der taktische Ausblick für globale Aktien angesichts der gesunkenen Volatilität und des Aufwärtspotenzials der Unternehmensgewinne vorteilhaft aus. Mittelfristig dürfte die Rotation ausländischer Kapitalströme aus den USA anhalten, was insbesondere die europäischen Aktienmärkte stützen wird. Die Risiken einer Eskalation im Nahen Osten für die globalen Aktienmärkte sind gering und die vier wesentlichen Risikokanäle (Ölpreise, Fracht und Handel, geopolitische Risikoprämien und Tourismus) bleiben überschaubar. Wir gehen mit unserer vorsichtig optimistischen Haltung in das zweite Halbjahr und bleiben bei einer Übergewichtung von Aktien und Unternehmensanleihen sowie einer Untergewichtung von Staatsanleihen.

## Der Juni verlief letztlich negativ

Im Juni fanden die US-Aktien einen versöhnlichen Pfad aus der Krise, obschon die Dollarschwäche vielen Titeln arg zusetzte. Der breite US S&P 500 Aktienindex vermochte zuzulegen (+1.8% in CHF), der Technologieindex (+3.3%) noch etwas mehr. Die europäischen Indizes lagen nach einem wellenartigen Monat rund 1% tiefer, aber immer noch deutlich höher als zu Jahresbeginn. Dagegen war der Schweizer Aktienindex (-2.5%) enttäuschend. Nestlé (-10%) war der schlechteste Performer im Swiss Market Index (SMI). Schlecht schnitt auch der Anleihsindex Swiss Bond Index (-1.1%) ab, der

von unseren Anleihslösungen spürbar übertroffen wurde.

Heftig war die Dollarschwäche (-12% USD/CHF seit Jahresbeginn). Der Dollar fiel unter 80 Rappen und zog den gesamten Weltaktienindex (BBG World -4.9% in CHF) in die Tiefe. Die Zugerberg Finanz Strategien hatten im Juni eine leicht negative Monatsrendite (-0.4% bis -0.9%). Einzig die Dividenden-Lösung verzeichnete nach einer bislang sehr guten Entwicklung einen stärkeren Rücksetzer. Positive Renditen erzielten dafür die Revo-Decarb-Lösungen, in der die Monatsrendite mit dem Gewicht der Aktien anstieg.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juni 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	-0.6% ↓	+0.8% ↑
Zugerberg Finanz R2	-0.5% ↓	+1.2% ↑
Zugerberg Finanz R3	-0.4% ↓	+1.4% ↑
Zugerberg Finanz R4	-0.6% ↓	+1.4% ↑
Zugerberg Finanz R5	-0.8% ↓	+1.6% ↑
Zugerberg Finanz RDividenden	-1.6% ↓	+9.5% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.7% ↓	+0.8% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	-0.7% ↓	+1.1% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-0.5% ↓	+1.4% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-0.7% ↓	+1.7% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-0.9% ↓	+2.0% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-1.7% ↓	+8.8% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.5% ↑	+3.5% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+2.0% ↑	+4.3% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+2.4% ↑	+5.2% ↑

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juni 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.4% ↓	0.0%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-0.5% ↓	+0.7% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-0.5% ↓	+1.1% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-0.3% ↓	+1.8% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-0.3% ↓	+2.2% ↑

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juni 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.7% ↓	+0.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-0.7% ↓	+1.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-0.5% ↓	+1.4% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-0.7% ↓	+1.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-0.9% ↓	+2.0% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-1.7% ↓	+8.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.5% ↑	+3.5% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+2.0% ↑	+4.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+2.4% ↑	+5.2% ↑

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

Makroökonomie

## Eine Steilvorlage für Europa



(Bildquelle: stock.adobe.com)

Die gegenwärtigen Rahmenbedingungen sind eine Steilvorlage für ein wiedererwachendes Europa. Weder US-Zollstreitigkeiten noch die angespannte Lage im Nahen Osten konnten eine Verbesserung des Geschäftsklimas in Europa bisher stoppen. Das fiskalische Expansionsprogramm in Europa sorgt weit über den Verteidigungs- und Infrastrukturbereich hinaus für eine historische Chance für den industriellen Wandel. Die mittelfristigen Wachstumsprognosen für Europa wurden in der ersten Jahreshälfte angehoben.

In Kombination mit soliden, gut umgesetzten Industriestrategien könnte der Verteidigungsschub dazu beitragen, mehrere Schlüsselbranchen in Europa wiederzubeleben und die globale Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen stärken. Die Stimmung in der Industrie des Euroraums hat sich weiter verbessert. Im Einkaufsmanagerindex PMI von S&P Global liegt die Industriestimmung auf dem höchsten Stand seit August 2022.

Die Stimmung unter den Konsumentinnen und Konsumenten in Deutschland hellte sich im Juni ebenfalls auf. Wie der Handelsverband Deutschland in Berlin kürzlich mitteilte, kletterte das von ihm erhobene Konsumbarometer auf 97.4 Punkte (Mai: 96.1). Dies war bereits der fünfte Anstieg in Folge, sodass der Index nun den höchsten Stand seit August 2024 erreichte. Die jüngste Stimmungsaufhellung vollzog sich den Angaben nach auf breiter Front. Die Verbraucher-Sorgen hinsichtlich der Teuerung gingen zurück, ihre Anschaffungsneigung stieg und die Konjunkturerwartungen verbesserten sich. Dennoch gab der Verband zu bedenken, dass für eine spürbare Erholung «eine weitere und kontinuierliche Aufhellung der Verbrau-

cherstimmung notwendig» sei.

Trüber sieht es in den USA aus. Die Wachstumsprognosen wurden in den vergangenen Monaten deutlich zurückgenommen. Die Ökonomen der US-Zentralbank Federal Reserve (Fed) rechnen bis Ende 2027 nur noch mit einem durchschnittlichen Zuwachs des realen Bruttoinlandprodukts (BIP) von jährlich 1.6%. Da sorgt allein die gestoppte Migration für ein geringes Wachstum. Der Beitrag zum jährlichen BIP-Wachstum lag in der Vergangenheit bei geschätzten 30%: ein Wachstumsimpuls, der fehlt und der auch für eine spürbar geringere Produktivität in der Landwirtschaft und in der Pflege führt.

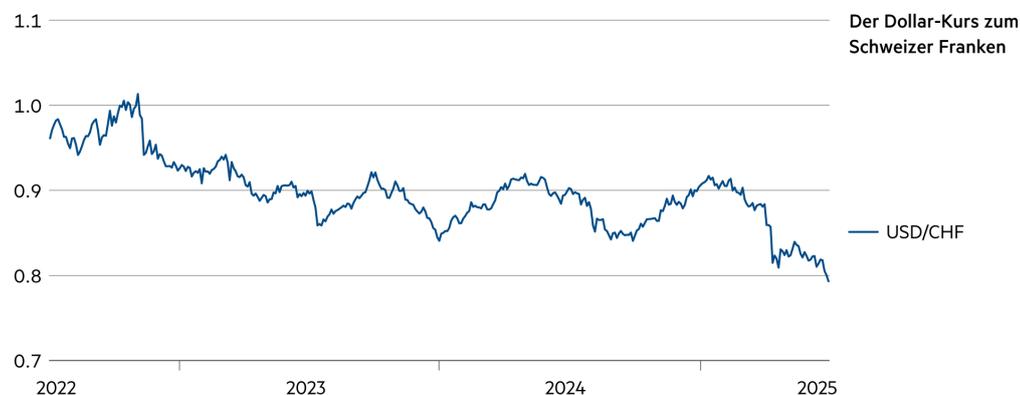
Zudem wirkt sich das hohe Zinsniveau in den USA negativ aus: Hohe Baufinanzierungskosten verringern die Neubautätigkeit, und hohe Finanzierungskosten verringern auch die Nachfrage nach Leasing von Automobilen und Industriegütern. Diverse Unsicherheiten prägen ausserdem das gesamtwirtschaftliche Bild: Unsicherheiten in der Handelspolitik, bei der Inflationsentwicklung und auf dem Arbeitsmarkt.

Ohnehin ist in den USA die geringe Beschäftigungsquote von 62% aller Menschen im erwerbsfähigen Alter bemerkenswert. In Deutschland liegt diese Quote bei 77%, und da ist klar, dass die Erwerbstätigenquote gesteigert werden muss, wenn man den Wohlstand aufrechterhalten will. In den Niederlanden oder in Schweiz sind weit mehr Menschen im regulären Berufsalter erwerbstätig als in Deutschland. In den USA dagegen sind rund 100 Millionen Menschen im erwerbsfähigen Alter nicht erwerbstätig.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Der Landesindex für Konsumentenpreise (-0.1%) liegt auf dem niedrigsten Stand seit April 2021. Eine klare Erhöhung ist in den kommenden Jahren nicht zu erwarten.
Eurozone, Europa	↗	↗	Europa wird sich auch mit generell 10% Importzöllen in den USA arrangieren können. Viele Güter sind derart exklusiv, dass die US-Preise erhöht werden dürften.
USA	→↗	→↗	Die Erwartungen steigen, wonach die Fed die Leitzinsen bald senken wird. Das verleiht der darbenenden Volkswirtschaft Auftrieb und Hoffnung zugleich.
Rest der Welt	↗	↗	Die USA machen rund 20% des Welt-BIP aus. Der Rest der Welt ist viermal grösser und wächst etwa doppelt so schnell. Das stabilisiert die Weltwirtschaft.

Liquidität, Währung

## Staatsanleihen bereiten Sorgen



Der Dollar-Kurs zum Schweizer Franken in den letzten drei Jahren (Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Zinssenkungswelle, die der nachlassenden Inflation seit 2023 gefolgt ist, nähert sich allmählich dem Ende. Die Inflation ist in Europa unter Kontrolle. In weiten Teilen Asiens ist sie ebenfalls nicht mehr besorgniserregend. Der unsicherste Ort sind gegenwärtig die USA. Da werden sogar steigende Inflationswerte aufgrund der Zoll- und auch der Fiskalpolitik von US-Präsident Donald Trump erwartet. Entsprechend schwach entwickelte sich der Dollar mit 0.79 zum Schweizer Franken.

Der Markt für US-Staatsanleihen ist gewissermassen das Zentrum aller Finanzmärkte. Selbst Donald Trump musste seinen aggressiven Zollkrieg einstellen, als der Staatsanleihensmarkt zu zittern begann. Manche befürchteten im Handelsstreit mit den USA Bumerang-Massnahmen von Ländern wie China wie den raschen Verkauf ihrer Bestände an US-Staatsanleihen. Das hätte massive Störungen ausgelöst, und solche werden an diesem zentralen Markt nicht goutiert. Das weiss der verantwortungsbewusste US-Finanzminister Scott Bessent, der letztlich die 90-Tage-Pause eingeläutet hat und damit den Staatsanleihensmarkt wieder ins Lot brachte. So liquide, wie man stets glaubt, ist selbst dieser Markt nicht.

Die richtungsweisende zehnjährige US-Treasury-Anleihe rentierte Ende Juni 4.2% und widerspiegelt die Inflationsängste der Anleger. Die vergleichbare Staatsanleihe von Deutschland wirft 2.6% ab und jene der Eidgenossenschaft 0.4%. Die höhere Rendite in Dollar tönt auf den ersten Blick verlockend, doch muss mit einem weiteren Währungsabschwung gerechnet werden. Den Dollar abzusichern kostet derzeit 4.4% jährlich – Kosten, die vom einkommenssteuerpflichtigen Zinsertrag nicht abgezogen werden können.

Staaten, die ihren Haushalt einigermaßen im Griff haben, werden derzeit am Kapitalmarkt geschätzt. Nach wichtigen Reformen in Italien und Griechenland werfen deren Anleihen anfangs Juli nur noch 3.4% respektive 3.3% Rendite ab – ein verhältnismässig geringer, beinahe rekordtiefer Aufschlag gegenüber den deutschen Anleihen. In den USA, wo sich die Haushaltslage auch durch das neue «Big, Beautiful Bill» Gesetz nachhaltig verschlechtern dürfte, lässt dagegen die Nachfrage nach langfristigen Anleihen trotz verlockenden Renditen (4.8% für 20- und 30-jährige Anleihen) nach. Allein die Bundesregierung in Washington hat schon 36'000 Milliarden Dollar an Schulden angehäuft und muss in den nächsten 12 Monaten 9'000 Milliarden an neuen Staatsanleihen herausgeben.

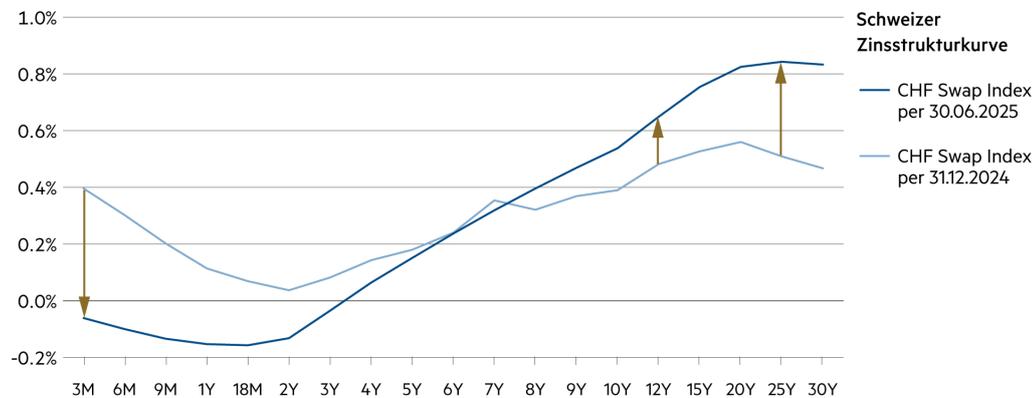
Zu den ökonomischen Ungereimtheiten der US-Wirtschaft zählen die superexpansive Fiskalpolitik (welche den riesigen Schuldenberg um knapp 7% des BIP jährlich vergrössert) und die superrestriktive Geldpolitik. In den USA gibt es sehr wohl einen erheblichen Raum für Zinssenkungen, zumal die Güterpreis-inflation seit Monaten um 0.0% oszilliert und die Dienstleistungspreis-inflation rückläufig ist. Die hohen Leitzinsen wirken sich auf die Wirtschaft kontraproduktiv aus. Der Konflikt zwischen Donald Trump und dem Fed-Chef Jerome Powell spitzt sich zu.

Sollte sich die vom Präsidenten stark unter Druck gesetzte Fed zu baldigen Leitzinssenkungen verleiten lassen, dürften die Renditen am kürzeren Ende der Zinsstrukturkurve fallen, aber auch der Dollar. Die Kaufkraftparität liegt etwa bei 0.75. Dahin dürfte sich auch der Wechselkurs entwickeln.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Am kurzen Ende leihen sich Banken gegenseitig Geld aus zu -0.07% (3 Monate), -0.16% (12 Monate) und -0.04% (3 Jahre): Wir verbleiben in der 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 (+14.6% CHF/USD) trägt zur rückläufigen Inflation resp. zur negativen Importgüterpreisentwicklung (z. B. Rohstoffe) bei.
Euro / US-Dollar	→↗	↗	Rascher als erwartet hat sich der Euro auf 1.18 (+13.8% seit Jahresbeginn) aufgewertet. Das sind aussergewöhnlich starke Ausschläge auf dem Devisenmarkt.

Anleihen

## Die Versteilung der Zinsstrukturkurve



Zinsstrukturkurve vom 30. Juni 2025 vs. 31. Dezember 2024 (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Seit Jahresbeginn versteilte sich die Schweizer Zinsstrukturkurve. Am kurzen Ende ist die Rendite um 45 Basispunkte von 0.4% auf -0.05% gefallen. Das ist im Wesentlichen auf die beiden Leitzinsenkungen der SNB im März und im Juni zurückzuführen. Am langen Ende sind die Renditen dagegen angestiegen, im Bereich von 12 Jahren beispielsweise beträgt der Anstieg rund 15 Basispunkte (von 0.50% auf 0.65%). Das bedeutet, dass längere Anleihen in den letzten sechs Monaten teils deutliche Kursverluste erlitten.

Eine Versteilung der Zinsstrukturkurve ist ein gesundes Zeichen für einen «normalisierten» Kapitalmarkt. Kurzfristige Kapitalanlagen sollen weniger Rendite abwerfen als solche, die der Wirtschaft langfristig zur Verfügung gestellt werden.

Aus der Sicht des Schweizer Hypothekarkreditmarktes ergab sich in der ersten Jahreshälfte parallel zur Entwicklung der Zinsstrukturkurve die Neuerung, dass SARON-basierte, kurzfristige Hypothekarkredite günstiger und längerfristige Festhypotheken teurer wurden. Das untermauert eine strukturell gesunde, anhaltende Divergenz zwischen den kurz- und langfristigen Zinserwartungen. Allerdings haben seit Jahresbeginn der Mangel an Bankeinlagen, die teurere Refinanzierung über Pfandbriefe sowie verschärfte Eigenmittelvorschriften den schweizerischen Hypothekarkreditmarkt im Allgemeinen verteuert.

Das Spezielle am Franken-Zinsmarkt besteht darin, dass kurzfristige Renditen bereits wieder ins Negative gedrückt und dort geblieben

sind. Die Zinsstrukturkurve liegt im Bereich der 3-Monats- bis 3-Jahres-Ausleihungen im Minus. Noch zu Jahresbeginn lag die gesamte Zinskurve über der Nulllinie.

Ganz allgemein verzeichneten die Anleihensmärkte im ersten Halbjahr 2025 eine Versteilung. Diese war in der Euro-Swap-Kurve ebenso zu beobachten wie bei den US-Treasuries. Der Anstieg bei den längeren Laufzeiten ist gewissermassen auch ein Signal der zunehmenden Risikoaversion, langfristige Anleihen zu halten.

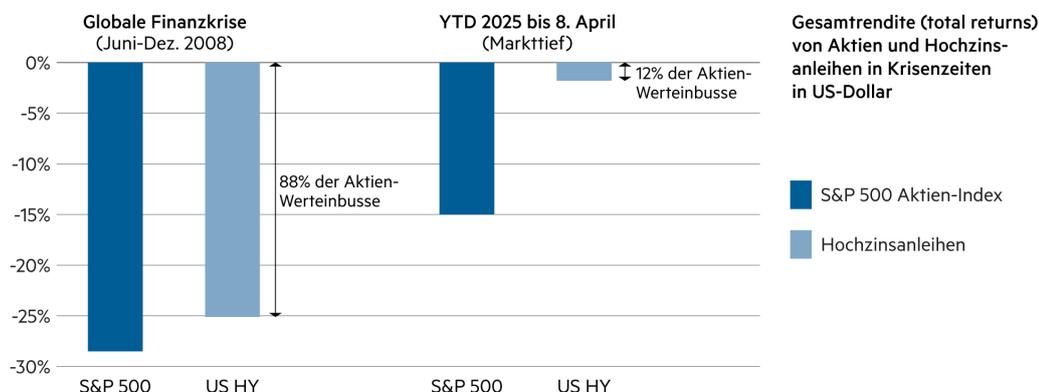
Gegen Ende Juni kam es zu einer weiteren Entspannung im Nahen Osten und zu Fortschritten bei den Handelsverhandlungen in anderen Regionen. Die Risikobereitschaft stieg, einige Aktienindizes erreichten erneut Allzeithochs, die Kreditspreads verengten sich und die Kreditrisikoprämien (sog. CDS Spreads) näherten sich dem unteren Ende ihrer gewöhnlichen Bandbreiten. Dies hat auch zu einer spürbaren Erholung des Emissionsvolumens beigetragen, insbesondere in Segmenten mit höherem Beta wie Hochzinsanleihen und hybride (Euro-)Unternehmensanleihen.

Zu den Branchen mit guter Performance im ersten Halbjahr gehörten europäische Banken; die AT1-Anleihen entwickelten sich erfreulich. Die Immobilienbranche hingegen hinkt weiterhin hinterher, insbesondere in Europa. Wir bleiben bei unserer positiven Einschätzung für Bankanleihen und sind in der europäischen Immobilienbranche weiterhin vorsichtig. Das risikofreudigere Umfeld stützt die anhaltende Erholung bei Auto- und Energie-bezogenen Anleihen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→↗	→↗	Die Märkte für Staatsanleihen werden aufgrund expansiver Fiskalpolitik noch weiter wachsen. Das kann die Volatilität dieser «risikolosen» Wertpapiere erhöhen.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Die stärkere Konkurrenz zwischen Banken, Nichtbanken und Kapitalmärkten führt zu einem speziellen Anleiheangebot, das eine disziplinierte Selektion erfordert.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Weiterhin positiv bleiben die Aussichten für nachrangige und hochverzinsliche Unternehmensanleihen. Die Widerstandsfähigkeit hat sich klar verbessert.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

## Anleihen bieten viel mehr Stabilität als früher



Aktien und Hochzinsanleihen in Krisenzeiten in Dollar (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

In der globalen Finanzkrise während der 2. Jahreshälfte 2008 reagierten Hochzinsanleihen mit ihren Buchverlusten sehr ähnlich wie die Aktien. «Hohe Korrelation» nennt sich das. Seither hat sich die Entwicklung klar verbessert. Die Finanzverantwortlichen wurden krisenbewusster und ihre Bilanzen krisenresistenter. Deshalb reagierten die Hochzinsanleihen in der jüngsten Zollkriegsphase bis zum Tiefpunkt am 8. April 2025 kaum mehr derart deutlich wie in den Krisenperioden 2008 oder auch 2020 (Covid-Pandemie).

Der auf Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund (COF), der am ehesten den Hochzinsanleihen zugeordnet werden kann, verlor zwischen Jahresbeginn und dem 8. April etwas weniger (-1.0%) als US-amerikanische Hochzinsanleihen (-1.8%). Zudem fing er sich rasch wieder auf. Per Jahresmitte liegt die Performance seit Jahresbeginn bei +1.9%. Das entspricht auf das gesamte Jahr hochgerechnet einer annualisierten Rendite von +3.8%.

Rund ein Drittel des COF-Volumens von knapp 500 Millionen Franken ist in High Grade Anleihen investiert, was ihn etwas defensiver gegenüber seiner Vergleichsgruppe macht. In finanzmathematischer Sprache lässt sich das auch so benennen, wonach der COF eine deutlich geringere Volatilität aufweist als seine Vergleichsgruppe. Daraus leiten viele ab, dass auch die Rendite deutlich tiefer liegen dürfte. Das muss jedoch nicht zwingend der Fall sein, wie der COF beweist.

Die Stabilität des COF in der aktuellen Krise gegenüber früheren Krisen steht gewiss charakteristisch für die etwas defensivere

Positionierung. Es ist allerdings auch in der Unternehmenslandschaft zu deutlichen Verbesserungen gekommen, sei es in der Etablierung einer Krisenresistenz, sei es in der allgemeinen Fort- und Weiterbildung in den Bereichen finanzielle Führung, Tresorerie und Controlling. In Europa waren die Unternehmensbilanzen im Hochzinsbereich noch nie so gesund wie heute. Die Widerstandsfähigkeit europäischer Unternehmen ist höher denn je zuvor.

Deshalb bleibt unser Anspruch, mit Unternehmensanleihen über eine längere Periode den Swiss Bond Index, der vornehmlich aus Staatsanleihen, Pfandbriefen und ähnlich «sicheren» Wertpapieren besteht, deutlich zu übertreffen. Seit dem Start vor mehr 13 Jahren erzielten wir mit dem COF eine jährliche Rendite von 2.5% in Schweizer Franken, netto – nach allen Kosten und Gebühren. So wurde aus 100 Franken und dem Zinseszinsseffekt ein stattlicher Wert von 136.85 Franken.

Hätte man stattdessen in dessen Messlatte Swiss Bond Index investiert, hätten daraus nur gerade 110.24 Franken resultiert (knapp 0.8% jährlich). Davon müssten dann noch die Kosten der entsprechenden ETF-Lösung (ca. 0.2% p. a.) abgezogen werden.

Mit dem Zugerberg Income Fund (ZIF; +1.3% seit Jahresbeginn; +2.6% annualisierte Gesamtrendite) liegen wir nach dem ersten Halbjahr 2025 klar im Plus. Die Grundausrichtung des ZIF ist defensiver als beim COF, und das schlägt sich auch in der Rendite wie auch in den Renditeerwartungen nieder. Auf dem Kapitalmarkt ist es äusserst anspruchsvoll geworden, mit Anleihen der höchsten Bonitätsklassen eine positive Gesamtrendite zu erzielen.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2025 (seit Jahresbeginn)	+1.3%	+1.9%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-6.6% (-1.0%)	+36.9% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	56%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	92 BP (-6 BP)	397 BP (-8 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

## Risikoasymmetrie bei den Infrastrukturaktien



Engie unterstützt Airbus bei der Dekarbonisierungs-Roadmap 2030 an all ihren 22 europäischen Standorten (Bildquelle: <https://en.newsroom.engie.com>)

**Wenn eine Risikoasymmetrie vorliegt, bedeutet dies, dass die Wahrscheinlichkeit der mittelfristigen Renditeentwicklung in eine Richtung höher ist als in die entgegengesetzte. So stufen wir die nachhaltigen Renditeperspektiven bei europäischen Infrastrukturaktien derzeit höher ein als ein anhaltendes Baisse-Risiko. Das basiert auf den Rahmenbedingungen, welche sich in den kommenden Jahren vorteilhaft für die Branchenführer auswirken dürfte.**

Infrastruktur ist und bleibt das Rückgrat einer Gesellschaft und liefert wichtige und wertvolle Dienstleistungen für die Stabilität und das Wachstum der Wirtschaft. Die Neuausrichtung auf die verstärkte Produktion und Verteilung von Elektrizität aus erneuerbaren Energieträgern sorgt für eine Investitionswelle in Stromnetze und Energielösungen.

Obschon wir nicht mit einer zweiten Inflationswelle rechnen, ist die natürliche Absicherung der Erträge in einem inflationären Umfeld ein wichtiges Argument für entsprechende Käufe: Aufgrund regulatorischer Rahmenbedingungen, langfristiger Verträge und/oder monopolistischer Preissetzungsmacht dienen Infrastrukturaktien als Absicherung gegen Inflation.

Hinzu kommt der Vorteil, dass es sich in einem diversifizierten Gesamtportfolio um einen eher defensiven Baustein handelt: Begrenzte Überschneidungen, geringere Volatilität als bei Wachstumsaktien, günstige Abwärtsrisikokontrolle und potenziell robuste risikobereinigte Renditen im Vergleich zu globalen Aktien sind in dieser Hinsicht die Hauptargumente.

Dennoch lassen sich potenziell höhere Renditen als mit einem breit gestreuten Aktienkorb erzielen: Zuverlässige Dividenden und konsistent höhere Erträge im Vergleich zu globalen Aktien sowie die defensive Anleihscharakteristik bei allgemeinen Aktienmarkt-Rückschlägen sind wichtige Attribute von Infrastrukturaktien.

Betrachten wir beispielsweise den Energieinfrastrukturanbieter Engie. Dessen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für das übernächste Jahr (2027: 9x) liegt rund 30% unter dem Branchendurchschnitt. Zudem bietet die Infrastrukturaktie eine nachhaltige Dividendenrendite von ca. 7%. Wir erwarten in den kommenden Jahren von diesem globalen Energiekonzern erhebliche Gewinnverbesserungen und eine Risikominderung für das Unternehmen in zweierlei Hinsicht. Erstens führen die Umschichtung von Vermögenswerten und Kostensenkungen dazu, dass das Geschäft stärker von regulierten Aktivitäten abhängig ist (ca. 65% bis zum Geschäftsjahr 2027) und mit einem starken Ertragsmodell verbunden bleibt. Seit 2016 liegt der Fokus bei Engie verstärkt auf Netzwerke und Dienstleistungen und gleichzeitig wird das Engagement im freien Markt reduziert.

Zweitens schafft der Konzern eine stärkere Plattform für weiteres Wachstum des Geschäfts. Wir glauben, dass die Neuausrichtung auf erneuerbare Energien, Stromnetze und Energielösungen das Portfolio auf Bereiche konzentrieren wird, in denen die Energiewende zu Netto-Null-Emissionen (mittels Solar, Wind, Geothermie, Biomasse, Wasserkraft usw.) erhebliche Investitions- und Wachstumsmöglichkeiten sowie Wertsteigerungen mit sich bringen wird.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Hypothekarkredite mit geringen Risiken, wie z. B. Wohneigentum bei geringer Belehnung, werden für die Banken attraktiver. Das Umgekehrte gilt ebenfalls.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↗	↗	Der Schweizer Büro- und Verkaufsimmobiliemarkt zeigt im Jahr 2025 ein gemischtes Bild; Erstklassiges wird weiterhin gesucht.
Immobilienfonds CH	→	→↗	Der Schweizer Immo-Fonds Index (SWIT) hat seit Jahresbeginn eine Gesamtrendite von +3.2% erzielt: «Unsere» Mobimo (+15%) und PSP (+16%) deutlich mehr.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	In den ersten 6 Monaten die relativ beste Anlageklasse mit Aktien wie Engie (+40% Gesamtrendite), Vinci (+29%), Enel (+21%), BKW, Veolia (je +18%).

Aktien

# Verhaltener Optimismus auf den Aktienmärkten



US-amerikanische Aktien-Indizes	US-Dollar	CHF	KGVe
Nasdaq	+5.5%	-7.9%	30
S&P 500	+5.5%	-7.9%	23



Europäische Aktien-Indizes	EUR	CHF	KGVe
Euro Stoxx 50	+8.3%	+7.7%	15
DAX	+20.1%	+19.4%	16
Swiss Market Index		+2.8%	16

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

Bei der generativen Künstlichen Intelligenz macht Apples Rückstand die Investoren zunehmend nervös (-29% in CHF seit Jahresbeginn). Die Konkurrenten wie Microsoft und Nvidia (+4% in CHF) finden deutlich mehr Zuspruch. In den Fokus rückt jedoch stärker der europäische Markt, seit europäische Regierungen zugesagt haben, von 2026 bis 2029 zusätzliche 800 Milliarden für die Verteidigung bereitzustellen. Das eröffnet grosse Chancen für Softwarefirmen, Luft- und Raumfahrt-, Automobil-, Elektronik-, Telekom- und Logistikunternehmen.

Der breite US-Aktienindex S&P 500 erzielte Ende Juni einen neuen Rekord hinsichtlich seiner Marktkapitalisierung. Diese betrug 55'600 Milliarden Dollar (30. Juni). Damit übertraf er den bisherigen Rekordwert vom 19. Februar 2025 um 1.0%. Für all jene, die nicht den Dollar als Referenzwährung haben, besteht zwischen diesen beiden Daten dennoch ein erheblicher Unterschied: In Franken gerechnet notiert der S&P 500 per Ende Juni mit -11.4% (ohne Dividenden) respektive -10.9% (mit Dividenden) deutlich tiefer als Mitte Februar. Der Wechselkurs verändert derzeit das Tableau von USD-Notierungen massiv.

Der S&P 500 Index bleibt dennoch das Mass aller Unternehmen. In diesen Index aufgenommen zu werden strebt auch Amrize an, das US-Geschäft der Holcim, das seit dem 23. Juni separat von der «Rest-Holcim» gehandelt wird. Der Zuger Jan Jenisch führt das Wachstumsunternehmen als CEO, das in den vergangenen fünf Jahren den Umsatz verdoppelt und zur erfolgreichsten Equity Story in der amerikanischen Baubranche entwickelt hat. Gegenwärtig ist Amrize die Nummer eins im Bereich Zement, die Nummer zwei im

gewerblichen Geschäft mit Dächern und die Nummer fünf im Bereich Dachsysteme für Wohngebäude. Angesichts des alternden Immobilienbestands boomt gerade der Sanierungsbereich sowie der Bau von Rechenzentren, der durch die KI-Welle angetrieben wird.

Einen miserablen Juni legte die Nestlé-Aktie hin (-10%), was auch die relativ schwache Performance des SMI (-2.5%) erklärt. Der SMI war im Juni der schwächste Aktienmarkt weit und breit. Insbesondere die asiatischen wie auch die nordamerikanischen Indizes entwickelten sich erfreulich. Selbst unter Einbezug der Dollarschwäche legten der S&P 500 (+1.8% in Franken) und der Technologie-Index Nasdaq (+3.3%) zu.

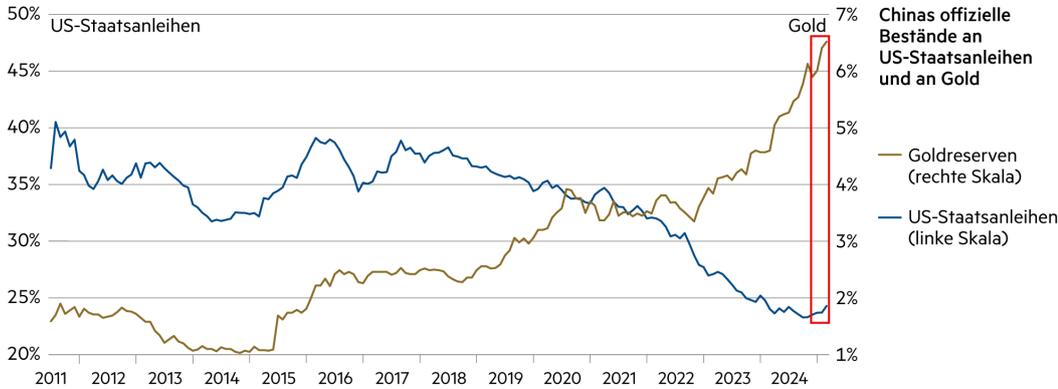
Der Geldfluss in der zweiten Jahreshälfte ist schwer einzuschätzen. Typischerweise kommt es in diesen ersten Wochen zu Rebalancierungs-Transaktionen in den Portfolios, d. h. stark gestiegene Märkte und Aktien werden eher zurückgestuft und stark zurückliegende Märkte und Aktien dazugekauft. Aus dieser Perspektive wäre es wenig überraschend, wenn beispielsweise der deutsche Aktienmarkt mit seinem Referenzindex DAX nach der starken Gesamttrendite im ersten Halbjahr (+20.1%) einen Durchhänger hätte.

Umgekehrt ist eine Vielzahl von US-Investoren international kaum engagiert. Ihnen wird von immer mehr Analysten nahegelegt, sich in Europa zu engagieren. Das kann einen enormen Effekt auslösen. Manche schätzen das Potenzial in der europäischen Rüstungsindustrie hoch ein, was generell der Verbesserung industrieller Fertigungskapazitäten dienen würde. Gewiss bedeuten Friedenspolitik und Friedenssicherung mit einem russischen Präsidenten wie Vladimir Putin etwas anderes als zu Zeiten Gorbatschows.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	➔➤	➤	Im SMI war Holcim (+34%) die herausragende Aktie im 1. Halbjahr. Novartis (+12%) war noch besser als Nestlé (+9%), die im Juni nachrichtenlos stark zurückfiel.
Aktien Eurozone, Europa	➔➤	➤	Die grössten Portfoliobeiträge in Schweizer Franken erzielten Axa (+28%), Allianz (+21%) und Siemens (+20%) im 1. Halbjahr 2025.
Aktien USA	➔	➤	Die Renditebeiträge im 1. HJ waren positiv bei Microsoft und Nvidia (+4% in CHF); negativ bei Mastercard (-8%), Amazon (-11%), Berkshire (-12%) und Apple (-29%).
Aktien Schwellenländer	➔➤	➤	Bei den Schwellenländern fiel das 1. Halbjahr sehr unterschiedlich aus. Manche Märkte litten stark unter den Zollstreitigkeiten mit den USA.

Alternative Anlagen

# China verkaufte US-Staatsanleihen im grossen Stil



Chinas offizielle Bestände an US-Staatsanleihen und an Gold (Quelle: London Stock Exchange, Incrementum AG | Grafik: Zugerberg Finanz)

Manche wunderten sich über den Anstieg von Gold, doch nun ist wirklich klar: Die chinesische Zentralbank allein vervierfachte ihren Goldbestand in den letzten zehn Jahren und sorgte dadurch für eine massive Nachfrage. Gleichzeitig veräusserte sie als grösster ausländischer Gläubiger US-Staatsanleihen. Vor sieben Jahren machten diese noch rund 37% der Währungsreserven aus. Inzwischen sind es nur noch 22%.

Manche analysierten, dass die immer höheren Goldnotierungen der vergangenen Jahre vor allem die Angst von Anlegern widerspiegeln. Der Goldpreis stieg jedoch im Zuge der immensen chinesischen Zentralbankkäufe auf neue Rekordwerte. Das Höchst wurde am 13. Juni 2025 mit 3'432 Dollar pro Unze erzielt. Bis zum Monatsende büsste der Preis fast 200 Dollar ein und endete schliesslich bei 3'269 Dollar (immerhin noch +24.8% seit Jahresbeginn) und sorgte für die erste negative Monatsrendite im laufenden Jahr im Juni.

In Franken fiel der Anstieg des Goldpreises weniger spektakulär aus (+10.3% seit Jahresbeginn), ein Preisniveau, das bereits seit Mitte Februar 2025 seitwärts tendiert. Doch noch immer liegt es rund 50% höher als der durchschnittliche Goldpreis in den Jahren 2020 bis 2023.

Die chinesische Zentralbank gelangt über den grossen Handels- und Leistungsbilanzüberschuss gegenüber den USA an hohe Devisenbestände. Doch die Dollars wurden offensichtlich in erheblichem Umfang gegen Gold getauscht. Mit den Fortschritten beim Handelsabkommen mit den USA ging auch der Goldpreis zurück.

Zu erwarten ist, dass China dazu gedrängt wird, wieder mehr US-Staatsanleihen zu halten, was auf den Goldpreis zurückfielen. Umgekehrt dürften vielfältige geopolitische Spannungen die Nachfrage nach «sicheren Häfen» zur Vermögenserhaltung unterstützen. Hinzu kommt, dass generell asiatische Länder mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen ihre internationalen «Währungs»-Reserven deutlich erhöht haben. Da war der Kauf von Gold nebst Dollar eine Diversifikation. Kulturell ist diesen Ländern Gold näher als etwa der Euro.

Gold hat sich nach dem Dollar und vor dem Euro zur zweitwichtigsten Reservewährung aller Zentralbanken aufgeschwungen. Zusammen hielten sie 36'197 Tonnen Gold per Ende 2024. Und ungewöhnlich viele wollen die Position aufbauen, um sich gegen einen Dollarzerfall besser zu schützen, lautet die Einschätzung des World Gold Council.

Interessant ist gewiss auch, dass amerikanische Haushalte, die sich einst Goldbarren und Münzen geschnappt hatten und zuhause oder in Safes verstauten, im ersten Halbjahr 2025 ihre Edelmetallwerte entladen haben. Sie fühlen sich ähnlich wie die US-Aktienhändler wohlher mit den Zöllen von Donald Trump, der steigenden Staatsverschuldung und den geopolitischen Spannungen. Deshalb sind sie nach der atemberaubenden Rallye des Goldpreises in den letzten zwei Jahren wohl bereit, die Gewinne ins Trockene zu bringen. Zahlreiche Kleinanleger neigen ohnehin dazu, republikanisch zu sein. Aus ihrer Sicht gibt es also weniger Grund, Gold als «Angstwährung» zu kaufen oder zu halten.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↘	→↗	Der vorübergehende Ölpreisanstieg signalisierte bis zum Monatsende (66 \$ WTI) Entwarnung. Inflationsadjustiert ist der Ölpreis von Höchstkursen weit entfernt.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Als «digitalen Goldersatz» kann man Bitcoin betrachten. Doch dessen Vertrauen ist bei den Zentralbanken nicht mit dem von Gold zu verwechseln.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	Aufgrund der Dollarschwäche empfehlen wir weiterhin eine währungsgesicherte Lösung. Das Volumen von ILS dürfte in den Jahren 2026/27 erheblich steigen.
Private Equity	↗	↗	Weil sich viele Börsengänge (IPOs) und Transaktionen erst in den Jahren 2026/27 abzeichnen, gab es Kursrückschläge für Privatmarktmanager im 1. Halbjahr 2025.

## Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)			Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)		
		30.06.2025	06/2025	2025YTD	2024	2023	2022
<b>Aktien</b>							
SMI	CHF	11'921.5	-2.5%	+2.8%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'534.7	-1.9%	+6.9%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	23'909.6	-0.3%	+19.3%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'665.9	-1.0%	+3.3%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	39'792.2	-0.6%	+15.6%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	8'761.0	-1.7%	+2.7%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'303.2	-1.1%	+7.7%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	44'094.8	+0.8%	-9.3%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'205.0	+1.4%	-7.7%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	20'369.7	+2.9%	-7.7%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	40'487.4	+2.8%	-3.0%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	83'606.5	-1.0%	-6.5%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	4'026.4	+0.7%	-5.0%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'222.8	+2.1%	-0.5%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
<b>Obligationen (gemischt)</b>							
		30.06.2025	06/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.4	+0.4%	+0.1%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	186.0	+1.0%	+1.6%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	369.4	+1.4%	+2.5%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	278.8	+1.4%	+2.6%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
<b>Staatsobligationen</b>							
		30.06.2025	06/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	182.8	-2.2%	-2.2%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	138.5	+0.9%	+1.6%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	178.9	-0.4%	-0.7%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
<b>Unternehmensobligationen</b>							
		30.06.2025	06/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	191.5	-0.4%	+0.3%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.8	+1.5%	+2.0%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	622.8	+1.4%	+2.5%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	168.9	+0.1%	+0.6%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	307.3	+0.2%	+1.5%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
<b>Alternative Anlagen</b>							
		30.06.2025	06/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Gold Spot CHF/kg	CHF	84'223.9	-5.2%	+10.0%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	102.0	-1.4%	-9.6%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'808.1	-0.1%	+3.4%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
<b>Währungen</b>							
		30.06.2025	06/2025	2025YTD	2024	2023	2022
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.7931	-3.6%	-12.6%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9348	+0.2%	-0.6%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5507	-3.6%	-4.4%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.0893	-1.6%	-4.1%	+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](http://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ussliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, [info@zugerberg-finanz.ch](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch); Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 30.06.2025; Wirtschaftsdaten per 30.06.2025; Wirtschaftsprognosen vom 30.06.2025; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.