



## Mehr Potenzial in der zweiten Jahreshälfte

Die erste Jahreshälfte war von verschiedenen Faktoren geprägt, welche das Anlageergebnis massgeblich beeinflusst haben. Durch den Krieg sind die Aktien vor allem im März eingebrochen. Manche Branchen und Geschäftsmodelle haben sich danach rascher erholt als andere. In der Schweiz setzte die Erholung am stärksten erst im Juni ein, und auch da nicht quer durch alle Branchen.

Nun sind wir bereits in die zweite Jahreshälfte gestartet. Die Zuversicht bleibt, dass mit der Beruhigung im Nahen Osten der globale Trend zur Disinflation Fahrt aufnimmt. Das Rohöl notierte zuletzt bei rund 70 Dollar pro Fass, deutlich unter den 118 Dollar von Ende April. Dieser massive Rückgang stärkte die Konsumentenstimmung, verbesserte diverse Geschäftsklimaindizes und belebte die konjunkturelle Entwicklung. Die Entlastung dürfte sich bis weit in die zweite Jahreshälfte erstrecken.

## Portfolios holten im Juni auf

Die Kapitalmärkte zeigten sich im Juni von ihrer freundlichen Seite. Zwar kühlten sich die Tech-Aktien ab (Nasdaq -2.8%), doch die europäischen Märkte legten zu. Sie waren bereits vor dem Krieg im Iran die Gewinner, verloren jedoch durch die energiebedingten Liefer- und Preis-Turbulenzen überproportional. Mit dem im vergangenen Monat unterzeichneten Rahmenabkommen änderte sich dieses Bild wieder. Während die Aktienkurse in den USA im Juni breitflächig zurückgingen (S&P 500 -1.1%), vermochten sie in Europa zuzulegen (Stoxx Europe 600 +2.5%). Beim Swiss Market Index war es sogar noch mehr. Schwierig entwickelten sich dagegen alternative Anlagen (Privatmarktanlagen, Gold, Bitcoin).

In der tiefsten Risikoklasse (R1: -0.7%) müsste man zur bisherigen Gesamtrendite seit Jahresbeginn auch noch das Verrechnungssteuerguthaben von 0.4% dazuzählen. Die höheren Risikoklassen (R3:

Die Weltwirtschaft erwies sich als resilient – trotz zwischenzeitlich hoher Energiepreise, die sich sogleich global in erhöhten Inflationswerten ausdrückten. Manche Zentralbanken blieben gelassen, andere machten auf ihrem Lockerungspfad gleich eine 180°-Wende und gingen zu einer Leitzinserhöhung über. Tatsache ist, dass darunter nicht nur Aktien, sondern auch Anleihen litten. Der Weltanleiheindex lag zur Jahresmitte im Minus (-0.9%); der Swiss Bond Index war den Inflationsschwankungen weniger ausgesetzt und vermochte etwas zuzulegen (+0.7%). Insgesamt lässt sich von den Anleihen sagen, dass sie das ablieferten, was zu erwarten war. Bei den Aktien dagegen kam es viel stärker auf geografische, währungsbezogene und branchenspezifische Unterschiede an. Die sogenannte KI-getriebene Rallye ist weitaus schwächer, als die Schlagzeilen vermuten lassen.

+0.7%, R4: +1.6% und R5: +2.9%) liegen seit Jahresbeginn in der positiven Zone. Die dividendenbetonte Strategie legte im Juni (+2.5%) am meisten zu. Deren Gesamtrendite seit Jahresbeginn (+4.2%) liegt wieder deutlich im Plus.

Die erfreulichsten Renditen erzielten unsere DecarbRevo-Lösungen (+13.2% bis +17.5% seit Jahresbeginn), die sich aufgrund der engen Thematik als Depotbeimischung eignen. Diese Anlagen profitieren von der wachsenden Nachfrage nach dekarbonisierter Energie sowie der entsprechenden Energieinfrastruktur. Gerade Abhängigkeit von fossilen Energieträgern und die Unsicherheiten rund um deren Transportfähigkeit eröffneten jenen Geschäftsmodellen neue Perspektiven, welche die Energiegewinnung und -speicherung vor Ort betreiben können.

Vorwiegend einzelstitelbasierte Strategien.  
ergänzt durch ETFs und Investmentfonds

Wertentwicklung der Strategien\*

	Juni 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz R1	+0.4%	-0.7%
Zugerberg Finanz R2	+0.6%	-0.3%
Zugerberg Finanz R3	+1.0%	+0.7%
Zugerberg Finanz R4	+1.1%	+1.6%
Zugerberg Finanz R5	+1.5%	+2.9%
Zugerberg Finanz RDividenden	+2.4%	+4.2%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.1%	-0.9%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.0%	-0.8%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.5%	+0.2%
Zugerberg Finanz Revo4	+0.6%	+1.1%
Zugerberg Finanz Revo5	+0.9%	+2.1%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+2.1%	+3.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.6%	+13.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+2.0%	+15.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+2.4%	+17.5%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

Wertentwicklung der Strategien\*

	Juni 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.2%	-1.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.3%	-1.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.2%	-1.0%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.2%	-0.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.5%	+0.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R5	+1.5%	+2.9%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit RDividenden	+2.4%	+4.2%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

Wertentwicklung der Strategien\*

	Juni 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.1%	-0.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.0%	-0.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.5%	+0.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.6%	+1.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.9%	+2.1%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+2.1%	+3.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.6%	+13.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+2.0%	+15.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+2.4%	+17.5%

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

Makroökonomie

# Erholung im zweiten Halbjahr



Die Weltökonomie mit zahlreichen Wachstumsrisiken (Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Folgen des von den USA lancierten Krieges im Nahen Osten trafen europäische Aktienmärkte besonders stark. In der ersten Jahreshälfte war es beinahe so turbulent wie vor einem Jahr, als der US-Präsident Donald Trump das internationale Handelsgefüge mit Zöllen durcheinanderbrachte. Doch in Europa wie auch in den USA kann man mit einer breitflächigen Erholung der realen Wirtschaftsleistung rechnen. Konsumlaune und Geschäftsklima nehmen im Zuge von deutlich verringerten Rohstoffnotierungen wieder zu, solange eine weitere militärische Eskalation ausbleibt.

Eine Verbesserung der wichtigen Seefahrtsroute durch die Strasse von Hormus wird allein die Weltwirtschaft nicht entscheidend verändern. Doch mit der zunehmenden Normalisierung rechnen wir damit, dass sich dies in einer parallelen Verbesserung der Aktienmärkte niederschlagen dürfte.

Natürlich gilt es, die einzelnen Branchen und Geschäftsmodelle differenziert zu analysieren. Energieaktien liefen beispielsweise im ersten Halbjahr gut und konnten aus der Ölknappheit Profit schlagen. Im zweiten Halbjahr verändert sich dies. Dagegen erscheinen Banken so profitabel wie seit der Finanzkrise von 2008/09 nicht mehr. Zudem sind sie wesentlich risikoärmer geworden und die Bilanzen robuster. In den USA sind wesentliche Risiken in die Schatzenbankenbranche verlagert worden. Auch in der Versicherungsbranche ist der Wandel zu spüren. Die Eigenmittel sind hoch, die Risiken bewältigbar und die Wachstumschancen überschaubar. Das führt vielerorts zu einer ausschüttungsfreudigen Dividendenpolitik. Im Infrastrukturbereich sind ebenfalls enorme Fortschritte erzielt worden. Die Robustheit ist beeindruckend, ebenso die Auftragslage in vielen Geschäftsbüchern, die über mehrere Jahre hinaus reichen.

Davon profitieren zyklische Baufirmen wie Holcim, Amrize und Sika, aber auch Energieinfrastruktur-Unternehmen. Chemische Unternehmen dürften durch die geringeren Rohstoffpreise wiederum eine Margenexpansion erfahren. Komplizierter sieht es im Bereich der globalen Pharma-Unternehmen aus, die zwischen Reshoring in die lukrativen USA und Strafzöllen für US-Importe hin und her gerissen sind.

Automobilunternehmen sind wiederum in eine Periode technologischer Substitution geraten. Volkswagen, der grösste Automobilhersteller Europas, und Bosch, der weltgrösste Autozulieferer, beendigten gerade ihre Pläne für das autonome Fahren. Längst wurden sie von anderen (Tech-)Konzernen wie Google, Uber und Baidu überholt. Es ist auch imposant, wie die jüngste Technologie mit Tempo auf die Strasse gebracht wird, während die deutschen Industrie-Ikonen über die «Time to Market» der Wettbewerber staunen. Damit lässt sich auch makroökonomisch einiges ableiten: Der teure Standort Europa (inklusive Schweiz) ist nur für Investitionen zu rechtfertigen, solange er mit einer überdurchschnittlich hohen Innovationskraft verbunden ist. Wichtig bleibt auch ein attraktiver Rahmen, in dem sich innovative Jungunternehmen bestmöglich entfalten und entwickeln können. Weniger Bürokratie, weniger Auflagen und mehr leistungsorientierte Vergabe von Aufträgen wären echte Meilensteine für mögliche Weltmarktführer von morgen. Die wirtschaftliche Logik muss in Europa Vorrang gewinnen. Der politische Widerstand gegen grenzüberschreitende Transaktionen ist unangemessen und gewiss der Garant dafür, dass internationale Relevanz, Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum in Europa weiterhin leiden.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Zwar spielt die Schweiz im globalen KI-Investitionszyklus keine Schlüsselrolle. Trotz Zollkrieg und strukturellen Herausforderungen erwies sich das Land aber als widerstandsfähig.
Eurozone, Europa	↗	↗	In den letzten zwei Jahren wurde das BIP-Wachstum getragen von der Binnennachfrage, angebotsseitigen Leistungsverbesserungen und Lohnwachstum.
USA	↗	↗	Nach einem starken BIP-Wachstum (ca. +3%) gehen wir davon aus, dass es sich in der zweiten Jahreshälfte wieder zwischen 1.5 bis 1.8% einpendeln wird.
Rest der Welt	↗	↗	Infolge der anziehenden Nachfrage, technischer Engpässe und der Weitergabe der Energiepreiserhöhungen entstand ein neuer Druck auf die Preise für Kerngüter.

Liquidität, Währung

## Mit Augenmass vorgehen

In Zeiten sinkender Energiepreise könnte man in Euphorie verfallen, denn der Prozess der Disinflation umfasst die gesamte Weltwirtschaft. Die Erholung an den Finanzmärkten wird jedoch noch eine Weile dauern, denn die Skepsis bleibt, wie lange der Frieden im Nahen Osten anhalten könnte. Es ist erst Halbzeit im Börsenjahr 2026, und noch immer kann viel geschehen, denn die Wachstumsrisiken in der Weltökonomie sind zahlreich.

Man kann über viele Wachstumsrisiken reden, doch das Stichwort «Währungskrieg» findet erstaunlicherweise eine geringe Beachtung. Dabei handelt es sich um einen massiven Eingriff in die Terms of Trade, was vor allem im Fall von China von besonderer Bedeutung ist.

Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Fragmentierung des Welthandels, die durch geopolitische Spannungen, das Wiederaufleben protektionistischer Massnahmen und die Neuausrichtung von Lieferketten gekennzeichnet ist, strukturiert China sein aussenwirtschaftliches Modell mithilfe regionaler Handelsarchitekturen neu.

Das Land beschränkt sich nicht mehr auf seine traditionelle Rolle als «Fabrik der Welt» innerhalb eines konventionellen Globalisierungsrahmens. Peking gestaltet seine Handelsströme nun über regionale Abkommen, gezielte Partnerschaften und spezielle Handelsplattformen, die darauf ausgerichtet sind, seine wirtschaftliche Sicherheit und Autarkie zu stärken, um auch Sanktionen im Falle eines Eingriffs in Taiwan zu überstehen. Diese Strategie dient mehreren Zielen: der Sicherung kritischer Lieferketten, der Diversifizierung der Exportmärkte und der Gestaltung von Wertschöpfungsketten, in denen China weiterhin das industrielle, logistische und regulatorische Gravitationszentrum bleibt.

Verbunden mit der klaren Absicht, weiterhin starken Einfluss auf Produktions-, Vertriebs- und Importströme auszuüben, ist auch die Währungspolitik. Einer der gravierendsten Eingriffe in die Weltwirt-

schaft ist die Währungsmanipulation der chinesischen Landeswährung. China wird von westlichen Handelspartnern vorgeworfen, den Yuan (Renminbi) systematisch zu unterbewerten, um sich unfaire Wettbewerbsvorteile durch billigere Exporte zu verschaffen und heimische Industrien zu schützen. Die Handelsvorteile sind offensichtlich.

Der Handelsüberschuss von China im Umfang von rekordhohen 1'200 Milliarden Dollar (im Jahr 2025, d. h. in einem Jahr mit einem maximalen Zollstreit) müsste in einem Markt mit frei konvertierbaren Währungen zu einer Aufwertung des Yuan führen. Steigt beispielsweise die europäische Nachfrage nach chinesischen Gütern stärker als umgekehrt, sinkt die Nettonachfrage nach Euro (und steigt jene nach Yuan). Damit müsste der Euro gegenüber dem Yuan abwerten, europäische Produkte würden in Relation zu jenen aus China günstiger und die Handelsbilanz würde tendenziell wieder ausgeglichen.

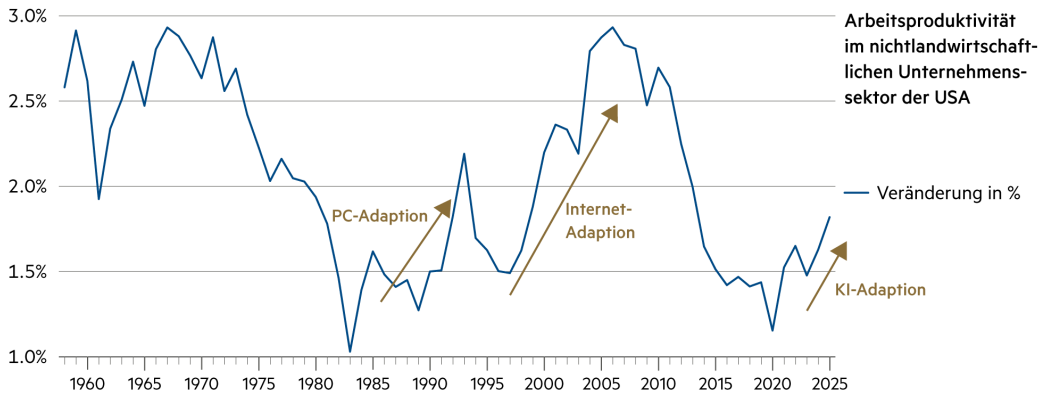
Stattdessen steht die Währung im Vergleich zum Euro und auch zum Dollar am selben Ort wie vor vielen Jahren. Die chinesische Zentralbank lässt keinen freien Handel zu und reguliert die Geldströme in und aus dem Ausland sehr strikt. Damit wird verhindert, dass freie Marktkräfte den Wert der Währung nach oben treiben. Leidtragend sind die entsprechenden Länder mit chinesischen Importgütern, z. B. Elektromobilen. Diese sind durch die massive Währungsmanipulation rund 40% günstiger, als dies in einem Markt mit freien Währungen der Fall wäre.

Analysen des Instituts der deutschen Wirtschaft aus dem Jahr 2025 unterstreichen, dass die chinesische Zentralbank eine Aufwertung des Yuan gegenüber dem Euro nicht nur verhindert, sondern dadurch auch massive Preisnachteile und Wettbewerbsverzerrungen für europäische Unternehmen herbeiführt. Aus europäischer Sicht resultiert durch die chinesische Währungsmanipulation ein subventionsähnlicher Vorteil für alle chinesischen Firmen.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die SARON-Swapsätze bleiben bis 9 Monate Laufzeit weiterhin leicht im Minusbereich. 10-jährige Swapssätze liegen bei +0.5%.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Mit 0.92 zeigt der Euro auch Ende Juni seine Stärke, weil selbst die EZB bislang «keine Zweitrundeneffekte» in der Inflationsentwicklung entdeckte.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Mit 0.81 liegt der Wechselkurs USD/CHF Ende Juni rund 1% höher als zu Jahresbeginn, wobei die Schwankungen grösser ausfielen als beim Euro.
Euro / US-Dollar	→	↗	Die USA gehören nach wie vor zu den wenigen grossen Volkswirtschaften, die derzeit gleichzeitig Wachstum, Rendite und Liquidität (was den USD stärkt) bieten.

Anleihen

## KI-Adaption führt zu höherer Produktivität



Auswirkungen der Adaption neuer Technologien in US-amerikanischen Unternehmen (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die rasche KI-Adaption in amerikanischen Unternehmen führt zu einem stärkeren Produktivitätszuwachs, als noch vor wenigen Quartalen erwartet wurde. In der kritischen Phase des demografiebedingt rückläufigen Arbeitskräftepotenzials entwickelt sich die möglichst rasche Adaption von neuen Technologien und deren effizienzorientierte Anwendung als wettbewerbsausschlaggebendes Merkmal. Der Produktivitätszuwachs, den einst das Internet ermöglichte, dürfte klar übertroffen werden. Das sorgt für eine positive Grundstimmung auch auf den Anleihemärkten.

In einem unsicheren wirtschaftlichen Umfeld, in dem Wachstum, Inflation und Politik vor allem von der Entwicklung der Energiepreise abhängen, sind die Renditen von Anleihen bis vor einem Monat gestiegen und die Kurse gefallen. Im Zuge der tieferen Energiepreise werden die Zinsprognosen inzwischen wieder sukzessive nach unten angepasst. Trotz vereinzelter Rezessionsängste verweilen die Kreditrisikoaufschläge auf einem niedrigen Niveau.

Der Weltanleiheindex liegt nach dem ersten Halbjahr bei -0.9% (in CHF abgesichert). Das Traurige allerdings ist, dass der Index sich nach dem inflationsbedingten Zerfall im Jahr 2022 nicht mehr zu erholen vermochte. Er liegt – wie bereits im Herbst 2022 – immer noch 13.3% tiefer als vor fünf Jahren. Natürlich sind mit Anleihen auch Couponerträge zu erzielen, doch leider sind auch die Absicherungskosten gestiegen. Unter dem Strich blieb kein Zuwachs.

Sichert man eine USD-Anleihe in Franken ab, kostet das rund 4% jährlich. Gegenüber dem Euro liegen die Absicherungskosten mit 2.4% zwar deutlich tiefer, sind aber immer noch viel, viel höher als vor fünf Jahren, als diese stabil bei 0.2% lagen.

In diesem Umfeld kommt es entscheidend auf die Wertpapieraus-

wahl an. Das Potenzial liegt nicht in einem diversifizierten Markt-Exposure, sondern in einer sorgfältigen Auswahl von wenigen Staats- und vielen Unternehmensanleihen, die sich vor allem durch einen Fokus auf Qualität und diszipliniertes Risikomanagement auszeichnen.

Die Vereinigten Staaten schneiden weiterhin besser ab als die meisten grossen Industrieländer. Das Wachstum ist nach wie vor positiv, die Arbeitsmärkte zeigen sich widerstandsfähig, die Konsumausgaben steigen weiter an und die Konjunktur befindet sich weiterhin fest im Expansionsbereich. Trotz restriktiver Geldpolitik und wiederholter Prognosen einer bevorstehenden Konjunkturabkühlung zeigt die US-Wirtschaft weiterhin eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit.

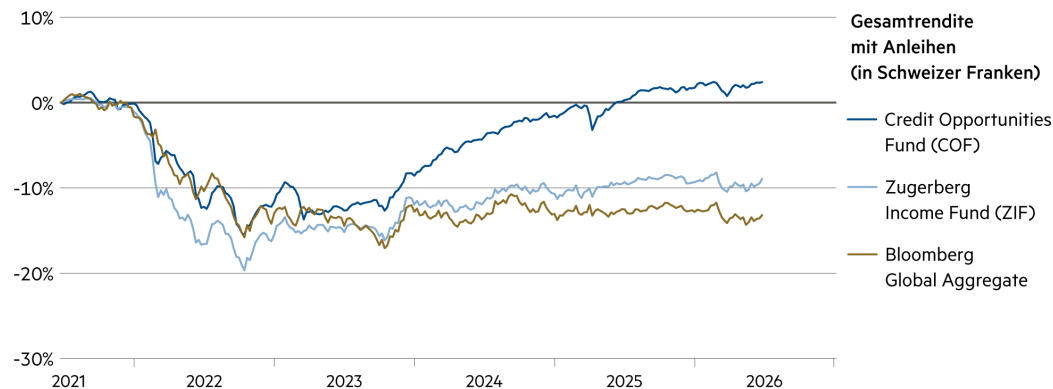
Die wichtigste Entwicklung ist jedoch nicht mehr das Wachstum selbst, sondern die Inflation. Der Gesamt-Verbraucherpreisindex (CPI-Inflation in den USA) ist wieder auf 4.2% gestiegen, die Erzeugerpreise stiegen im Mai noch stärker an, doch der allgemeine Preisdruck liess im Juni nach und verbesserte die Perspektiven für das zweite Halbjahr deutlich. Das Disinflationsszenario gewinnt an Momentum und könnte eine nennenswerte geldpolitische Lockerung durch die Federal Reserve unter der neuen Führung von Chairman Kevin Warsh zulassen.

Die Anleihemärkte spiegeln diese Realität zunehmend wider. Die Renditen von zehnjährigen US-Staatsanleihen bleiben mit 4.5% auf hohem Niveau. Inflationsbereinigt resultiert daraus ein realer Kaufkraftzuwachs von 0.3% p. a. – das entspricht praktisch einer Null. In der Schweiz ist die Inflation (0.6%) höher als die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen (0.2%), woraus eine negative Entwicklung für die Kaufkraft entsteht.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→	Insbesondere in den USA bereiten die hohen Haushaltsdefizite und ein wachsender langfristiger Finanzierungsbedarf Sorgen, auch in Bezug auf den Wert des Dollars.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Der iTraxx Europe Index startete mit 51 Basispunkten ins 2026, legte auf 74 (März) zu und fiel zuletzt wieder auf 52 zurück – volatil, aber fast unverändert vs. 01.01.26.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Der iTraxx Europe Crossover Index schoss während der Eskalation im Nahen Osten auf 362 Basispunkte hoch und verengte sich wieder auf 245 – wie zu Jahresbeginn.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

## Positive Kursentwicklungen im Juni



Gesamtrendite mit Anleihen von Juli 2021 bis Juni 2026; in Schweizer Franken (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Weltanleihensindex hat sich im Juni weiter von seinem bisherigen Jahrestiefst am 19. Mai (-2.2%) erholt und beendete das erste Halbjahr bei -0.9%. Der Swiss Bond Index erholte sich in derselben Periode in einem stärkeren Umfang von -1.2% auf +0.7%. Insgesamt legten alle wesentlichen Anleihen in den letzten Wochen zu. Das spürte auch der Zugerberg Income Fund, der sich vom Tiefstwert bei -1.5% auf +0.5% entwickelte. Beim Credit Opportunities Fund waren die Schwankungen im bisherigen Jahresverlauf am geringsten. Am 19. Mai lag er lediglich marginal in der Minuszone (-0.1%); umgekehrt verlief auch die Erholung auf zuletzt +0.7% verhalten.

Im ersten Halbjahr vermochten die Anleihenslösungen ihren Auftrag im Kern zu erfüllen. Sie stabilisierten das Portfolio. Allerdings verdeutlichte das Szenario eines Energiepreisschocks, dass in Zeiten einer steigenden Inflation und verunsicherter Aktienmärkte eine positive Korrelation zu den Anleihensmärkten besteht. Für die grundsätzliche Diversifikationsannahme einer negativen Korrelation (d. h. wenn die Aktienkurse fallen, steigen die Anleihenskurse) gibt es viele Gründe, erfahrungsgemäss aber nicht diejenigen eines Energiepreisschocks, der durch seine Auswirkungen auf die Inflation und die Inflationserwartungen Aktien und Anleihen parallel unter Druck setzt.

In der zweiten Jahreshälfte dürfte die positive Korrelation anhalten. Der Bloomberg Commodity Index, der bis am 18. Mai auf über 143 Punkte stieg, fiel in sechs Wochen um 14% zurück. Bei den Preisen von Energie, Aluminium und Betonstahl war der Rückgang noch ausgeprägter. Das führt die Inflationsskennzahlen in den kommenden Monaten nach unten, sorgt bei Gewinnmargen der Zykliker für

eine Expansion und ermöglicht Anleihen weiteres Kurspotenzial. Die Märkte zögerten im ersten Halbjahr, die Folgewirkungen des Iran-Kriegs vollständig einzupreisen – anhaltende Störungen der Lieferketten, Kapitalvernichtung im gesamten Nahen Osten, Druck auf die Unternehmensrentabilität und letztlich ein verlangsamtes Wachstum. Unter der optimistischen Annahme einer raschen Lösung erschien gleichzeitig eine Rückkehr zu einem goldenen Zeitalter unwahrscheinlich.

So kam es im ersten Halbjahr zu geringfügigen Schwankungen, die ein überzeugendes Aufwärtspotenzial für Anleihen im zweiten Halbjahr erwarten lassen. Zwar dürfte die Inflation in vielen Ländern über den Erwartungen zum Jahresbeginn liegen, die weltwirtschaftliche Konjunktur läuft jedoch nicht Gefahr, substantiell hinter den Erwartungen zurückzubleiben. Ein reales globales Wachstum von rund 3% dürfte auch in diesem Jahr erzielt werden.

Allerdings dürften die Kernzinsen in verschiedenen Währungen leicht erhöht bleiben (insbesondere die wichtigen Dollar-Zinsen), wobei die Zinsvolatilität ein wesentlicher Treiber der Kreditperformance sein wird, da die Märkte einschätzen, wie rasch sich die tiefen Energiepreise (in den USA insbesondere die Benzinpreise) auf das frei verfügbare Einkommen und die allgemeine Wirtschaftslage auswirken und den geldpolitischen Kurs prägen werden.

Die Kreditmärkte sind bislang geordnet geblieben, gestützt durch ein günstiges Ausfallumfeld, allgemein solide Bilanzen und einen begrenzten kurzfristigen Refinanzierungsbedarf. Diese Faktoren dürften eine bedeutende Stütze bieten, sollte sich das makroökonomische Umfeld wider Erwarten über den vorübergehenden Schock hinaus nicht deutlich verbessern.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2026 (seit Jahresbeginn)	+0.3%	+0.7%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-6.3% (-0.8%)	+39.8% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	58%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	97 BP (+3 BP)	352 BP (+9 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A-	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

## Tiefe Zinsen als Entlastung für alle



Wohnungen in Zürich (Bildquelle: stock.adobe.com)

Die tiefen Zinsen in der Schweiz sind eine Entlastung für alle. Die Immobilieneigentümer müssen weniger für die Fremdfinanzierung aufwerfen, und die Mieterinnen und Mieter profitieren davon, dass der Referenzzinssatz bei 1.25% bleiben dürfte. Dieser Zinssatz ist massgebend für die Mietverhältnisse. Weil wir in diesem Jahr nicht mehr mit einer Erhöhung um 0.25% rechnen, dürfte es breitflächig auch nicht zu Mietzinserhöhungen kommen.

Die Banken verdienen an der Zinsdifferenz zwischen Kundeneinlagen (zu 0%) und Forderungen, z. B. hypothekarisch gesicherte zu 1.3% im Durchschnitt. Der Stichtag der Erhebung des hypothekarischen Referenzzinssatzes war der 31. März. Seither hat sich der Zinsindex für Wohnimmobilien zwischenzeitlich zwar etwas erhöht, kam dann im Juni wieder zurück und blieb von Quartalsende zu Quartalsende praktisch unverändert. Faktisch herrscht dasselbe Niveau vor wie im Juni 2025, als die Schweizerische Nationalbank den Leitzins von 0.25% auf 0.0% gesenkt hat. Das klingt verlockend, doch soll man sich stets vor Augen führen, wie rasch eine Zinssituation sich ändern kann (vgl. 2022).

Die Konditionen mit einer zehnjährigen Festhypothek liegen zwischen 1.3% und 1.9%. Bei den fünfjährigen bewegt sich die Bandbreite zwischen 1.1% bis 1.7%. Geldmarktorientierte SARON-Hypothekarkredite werden teils ab 0.8% vergeben. Damit stellt sich die Frage, wie Immobilien am besten finanziert werden: Einerseits mit welchem Finanzierungsprodukt und andererseits in welchem Umfang. Handelt es sich um selbstbewohntes Wohneigentum, darf die Quote durchaus bei 60% oder mehr liegen. Bei Wohn-Rendite-

gesellschaften empfehlen wir, längerfristig die Belastung auf 60% zurückzuführen, bei kommerziellen Renditeliegenschaften ebenfalls.

Trotz tiefer Zinsen bleibt unsere Hauptaussage, dass wir den Immobilienmarkt nicht aufgepumpt sehen wie seinerzeit jener in den USA, der 2007/08 die globale Finanz- und Wirtschaftskrise auslöste. Ein wesentliches Merkmal bleiben die strengen finanziellen Voraussetzungen, die erfüllt werden müssen, um eine Hypothek zu erhalten: Erstens müssen mindestens 20% des Kaufpreises als Eigenmittel eingebracht werden, und mindestens 10% mit Eigenkapital, das nicht aus der beruflichen Vorsorge stammt.

Zweitens dürften die jährlichen Belastungen aus kalkulatorisch hohen Zinsen (in der Regel 5%), Nebenkosten (pauschal 0.7% bis 1.0% des Immobilienwerts) und Amortisationen (bei zweitrangigen Hypotheken) 33% des Bruttojahreseinkommens nicht überschreiten, damit die langfristige Tragbarkeit der Hypothek gesichert bleibt. Das bedeutet zugleich, dass besondere Lösungen anzustreben sind, damit die Hypothek des Wohneigentums im Pensionsalter noch tragbar bleibt.

Drittens ist die Amortisation zu berücksichtigen: Im Falle von selbstgenutztem Wohneigentum ist die Hypothekarschuld innert maximal 15 Jahren auf 2/3 des Belehnungswertes der Liegenschaft zu amortisieren. Diese Amortisation hat linear zu erfolgen, beginnend spätestens per Quartalsende, 12 Monate nach der Auszahlung, geht aus der Selbstregulierungs-Richtlinie der Schweizerischen Bankiervereinigung von August 2019 hervor.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→↗	↗	Günstige SARON-Hypotheken verlocken zum Wohneigentumserwerb, doch der grösste Risikofaktor ergibt sich dann aus rasch veränderten Leitzinsen.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↗	↗	Es locken je nach Hebeleffekt netto nach allen Kosten und Gebühren solide 2% bis 6% Nettorenditen, solange man die Immobilien entspannt finanzieren kann.
Immobilienfonds CH	→	→↗	In vielen Projekten wird die Rendite maximiert und die Lebensqualität kommt unter die Räder. Realisierungen wie die Chäsimmatt in Rotkreuz gibt es viel zu wenige.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Eine erodierende Infrastruktur grenzt das zukünftige Wachstumspotenzial ein. Angesichts dieser Tatsache wird immer noch zu wenig infrastrukturell investiert.

Aktien

## Grosse Schwankungen

Zu Jahresbeginn war unsere Einschätzung des Aktienmarktes vor dem Hintergrund des von den USA angeführten KI-Superzyklus positiv, was sich in den ersten beiden Monaten bestätigen sollte. Danach folgte kriegs- und energiepreisbedingt ein herber Rückschlag. Die «Risk-off» Bewegung währte nicht lange und betraf vor allem den März. Im zweiten Quartal setzte schliesslich die ersehnte Erholung ein – mit unterschiedlichem Tempo und überraschenden Entwicklungen. Zunächst profitierten die US-Märkte stärker, danach verlagerte sich das Momentum in einzelne Schwellenländer sowie nach Japan und Europa.

Allein die Entwicklung im Juni zeigt, wie krass ein Aufwärtstrend vorübergehend unterbrochen werden kann. Aktien von zukunfts-trächtigen, marktführenden Unternehmen wie Microsoft (-17%) und Amazon (-12%), aber auch Netflix (-17%) erlitten herbe Einbussen. Wir nutzten die tieferen Kurse Mitte des Monats, um die US-Allokation in unseren Aktienpositionen zu erhöhen.

Für den Rückgang der Aktienkurse waren nicht fundamentale Sachverhalte entscheidend. Zahlreich wurden Veräusserungen getätigt (wie auch von Gold und Bitcoin), um sich im Segment des «spekulativen Wachstums» mit SpaceX als Aushängeschild zu engagieren. In diesem Segment wird das Aktienangebot in der zweiten Jahreshälfte mit hoher Wahrscheinlichkeit am stärksten zulegen, was die Liquidität belasten und den Momentumfaktoren der bisherigen Marktleader vorübergehend zusetzen dürfte.

Doch wir sind aufgrund der nachlassenden geopolitischen Unsicherheit überzeugt davon, dass die zweite Jahreshälfte den Aktienmärkten zugutekommen wird. Auch dürfte der neue Fed-Chairman Kevin Warsh von einer potenziell strafferen Geldpolitik absehen, welche die Kurs-Gewinn-Verhältnisse der Aktien belasten würde. Im Gegenteil, das Motto der «höheren Zinsen für längere Zeit» passt nicht in unser Hauptszenario der Disinflation.

Deshalb bleiben wir überzeugt, dass in einem fundamental intakten

Umfeld die grosskapitalisierten Marktführer («Large Caps») und Technologieaktien wieder bevorzugt werden dürften. Technische Schwächephasen sollten als Kaufgelegenheit genutzt werden, um Marktführer zu arrondieren.

Vorsicht gilt es im Umfeld der spekulativen Stars anzuwenden. Selbst wenn sich der massenmediale Fokus gerne hierhin richtet, so bleibt da das Risiko eines Flash-Crashes am ausgeprägtesten.

Regional erwarten wir allerdings nicht nur ein weiteres Aufwärtspotenzial in den USA, sondern sind auch der Ansicht, dass Europa in einem Umfeld von niedrigeren Energiepreisen wieder interessant wird. Die globale Marktvolatilität dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte gegenüber der ersten etwas verringern. Der nebulöse Aufwärtsdruck bei den Leitzinsen könnte sich in den Sommermonaten auflösen und damit die Inflationsrisikoprämie verringern.

Was dagegen bezeichnend bleibt, ist die relativ hohe KI-Konzentration in den Indizes sowohl der Industrie- wie auch der Schwellenländer. Wichtige Indizes beinhalten mittlerweile ein erhebliches Engagement in KI-Hardware. Dabei handelt es sich um den sogenannten «Memory Chip» Trade, durch den zwei südkoreanischen Aktien wie Samsung Electronics und SK Hynix im MSCI Emerging Market höher gewichtet sind als der gesamte indische Aktienkorb.

Südkorea will sich mit einer staatlich koordinierten Bauleistung von neuen Chipfabriken unersetzlich für den globalen Speicherchipmarkt machen. In den Bau der zwei neuen Chipfabriken sollen insgesamt rund 500 Milliarden Dollar investiert werden, um die Produktion innerhalb von fünf Jahren zu verdoppeln. Südkoreas Forschungsminister verdeutlichte jüngst, wie wichtig eine führende Stellung in der KI-Rechenleistung sei: «In der KI-Ära sind die Daten das Blut und die Data Center so etwas wie das Herz der Weltwirtschaft.» Mit eigenen Data Center soll KI zu einem Exportgut Südkoreas werden.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Unser bestes Argument, investiert zu bleiben: Wer über ein Jahrzehnt nur die besten 10 Tage an der Börse verpasst, kann dadurch die Gesamterträge halbieren.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Im Juni lagen Banken und Versicherungen (je +6%) vorn; gefolgt von Technologie und Versorgern (je +5%). Auto, Basisressourcen und Telekom (je -10%) litten.
Aktien USA	↗	↗	Die Technologieführer liessen im Juni nach, angeführt von Microsoft und Netflix (je -17%), Amazon (-12%), Apple (-7%), Alphabet (-6%) und Nvidia (-5%).
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Der MSCI Emerging Markets Index konsolidierte im Juni (-2% in USD) nach einem starken Anstieg in den Monaten April und Mai.

Alternative Anlagen

# Die Disinflation ist im vollen Gang



Ölpreis von Juli 2025 bis Juni 2026, danach Terminmarkt-Preise bis Dezember 2026 (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

**So schnell, wie die energiepreisbedingte Inflation global anstieg, so schnell dürfte sie nicht gleich wieder zurückfallen. Eine Entlastung bei den Benzinpreisen war bereits ab Juni deutlich spürbar und dürfte einen Aufschwung der realen Konsumausgaben bis weit in die zweite Jahreshälfte erwarten lassen. Wichtig bleibt nun, die richtigen Lehren aus der strukturellen Energieabhängigkeit in Europa zu ziehen, um die wirtschaftliche Resilienz zu erhöhen.**

Grundsätzlich ist es gut, dass die Energieintensität bei der Erbringung von Wirtschaftsleistungen in Europa in den vergangenen Jahrzehnten deutlich zurückgegangen ist. Die Transportbranche, die zu 73% von Öl abhängig ist, ist weniger bedeutend als in den USA, wo viel grössere Distanzen logistisch bewältigt werden.

Nicht jede Branche ist den Schocks gleichermaßen ausgeliefert. In der Industrie wird ein erheblicher Teil des Endenergieverbrauchs in Europa mit Gas gedeckt. Je nach Energieträger sind auch die Lieferketten unterschiedlich robust. LNG-Lieferungen aus den USA machen in Europa inzwischen 45% der Importe aus und verbessern die Resilienz. Wenn man jedenfalls die Gaspreise in Europa im März 2026 mit jenen in den Jahren 2021/22 vergleicht, fielen die jüngsten Schwankungen geringer aus.

Beim europäischen Gaspreis spielt auch die Saisonalität eine Rolle. Er ist weit unter sein Öl-Äquivalent Brent eingebrochen, möglicherweise in Verbindung mit einer verhaltenen LNG-Nachfrage in Asien und einem starken Angebot aus den USA. Aber vielleicht unterschätzen die Händler auch die Auswirkungen der Zwischensaison, die gerade in Europa für geringen Verbrauch und hohe Nachfrageflexibilität bekannt ist.

In einer Welt mit Energieknappheit halten wir jedoch an der Vorstellung fest, dass Öl der ultimative Massstab bleibt und bei der Energiepreisbildung eine Vorreiterrolle spielt, weshalb beim europäischen Gaspreis – zumindest kurzfristig – ein ölgetriebenes Aufwärtspotenzial «verbleibt». Laut Branchenstudien liegen die Erdgasvorräte der EU bei rund 30% und damit etwa 6.5 Prozentpunkte unter dem Vorjahreswert.

Kernenergie spielt ebenfalls eine Rolle, weshalb die Inflation beispielsweise in Frankreich deutlich tiefer liegt als in Deutschland und Paris im Standortwettbewerb mit Berlin um industrielle Neuanstellungen, stabile Energielieferungen und zukunftsgerichtete Arbeitsplätze die Nase vorn hat.

Langfristig wird ein struktureller Umbau notwendig, um eine robuste Autonomie bis Mitte des Jahrhunderts zu erzielen. Zentrale Rolle spielt dabei der Ausbau und die Flexibilisierung der Stromnetze, deren Engpasskosten sich bis 2040 ohne Gegenmassnahmen verdoppeln könnten. In Spanien lässt sich viel Sonnenenergie produzieren, doch die Leitungen fehlen, um das Potenzial für Kontinentaleuropa zu nutzen.

Ebenfalls noch nicht genutzt wird das Windenergiegewinnungspotenzial im Atlantik vor der Küste Frankreichs. Strategisch wurde dies jahrzehntelang vernachlässigt, um die eigene Stromproduktion aus Nuklearkraftwerken nicht zu konkurrieren. Insgesamt werden jedoch Investitionen von rund 2'200 Milliarden Euro bis 2050 für Netze sowie jährlich etwa 100 Milliarden Euro für erneuerbare Energien veranschlagt.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗↘	→↗	Der Bloomberg Commodity Index liegt mit 123.0 (+11.9% seit Jahresbeginn) deutlich unter seinem Höchstwert von 143.1 vom 18. Mai 2026. Die Disinflation ist im Gang.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Gold fiel Ende Juni erstmals seit November 2025 wieder unter die 4'000-Dollar-Markierung. Das sind rund 27% unter dem Höchstwert vom 28. Januar 2026.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	Im Geschäft der Versicherungsrisiken hat sich im Frühsommer nichts substantiell verändert. Die Risikoprämien bleiben attraktiv und die Absicherungskosten hoch.
Private Equity	→	↗	Es zeichnet sich ein erfreuliches Transaktionsjahr ab. Aber in vielen Portfolios liegen immer noch überteuert gekaufte Unternehmen aus den Jahren 2021/22.

## Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)					
		30.06.2026	06/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
<b>Aktien</b>							
SMI	CHF	14'193.9	+4.8%	+7.0%	+14.4%	+4.2%	+3.8%
SPI	CHF	20'015.5	+4.5%	+9.9%	+17.8%	+6.2%	+6.1%
DAX	EUR	24'995.8	+0.8%	+1.3%	+21.6%	+20.4%	+13.1%
CAC 40	EUR	8'404.0	+3.9%	+2.2%	+9.4%	-1.0%	+9.6%
FTSE MIB	EUR	51'682.4	+4.5%	+14.1%	+30.0%	+14.1%	+20.4%
FTSE 100	GBP	10'497.1	+2.7%	+6.1%	+14.1%	+12.1%	-0.3%
EuroStoxx50	EUR	6'328.1	+5.8%	+8.3%	+17.3%	+9.6%	+12.1%
Dow Jones	USD	52'319.2	+6.1%	+10.9%	-1.3%	+22.1%	+3.5%
S&P 500	USD	7'499.4	+2.4%	+11.7%	+1.7%	+33.4%	+13.1%
Nasdaq Composite	USD	26'213.7	+0.6%	+14.9%	+5.2%	+39.2%	+30.6%
Nikkei 225	JPY	70'062.3	+7.0%	+36.7%	+10.9%	+15.2%	+8.6%
Sensex	INR	76'478.7	+6.2%	-13.0%	-9.3%	+13.8%	+7.4%
MSCI World	USD	4'825.5	+2.7%	+11.0%	+4.4%	+26.6%	+10.8%
MSCI EM	USD	1'722.9	+1.8%	+25.0%	+14.1%	+13.6%	-2.6%
<b>Obligationen (gemischt)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	149.9	+0.1%	-1.2%	-1.0%	-1.4%	+2.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	186.1	0.0%	-0.8%	+2.5%	-0.8%	+4.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	382.2	+0.3%	+0.7%	+5.4%	+6.1%	+8.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	287.9	+0.3%	+0.0%	+5.9%	+2.4%	+4.5%
<b>Staatsobligationen</b>							
SBI Dom Gov	CHF	186.1	+1.3%	-0.1%	-0.2%	+4.0%	+12.5%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	136.3	0.0%	-1.7%	+1.7%	-3.8%	-0.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	177.0	+0.2%	+0.1%	-1.8%	-0.8%	+4.8%
<b>Unternehmensobligationen</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	193.7	+0.5%	+0.8%	+0.7%	+5.1%	+5.7%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.6	-0.1%	-1.2%	+3.1%	-2.4%	+3.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	631.5	-0.1%	-0.1%	+4.0%	+3.7%	+8.5%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.3	+0.3%	+0.2%	+0.7%	+2.0%	+5.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	313.3	+0.4%	+0.7%	+2.8%	+5.4%	+9.8%
<b>Alternative Anlagen</b>							
Gold Spot CHF/kg	CHF	104'168.7	-8.2%	-5.4%	+43.8%	+36.0%	+0.8%
Commodity Index	USD	123.2	-5.6%	+14.4%	-2.9%	+8.3%	-20.4%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	3'031.5	+0.6%	+1.6%	+9.9%	+16.0%	+5.4%
<b>Währungen</b>							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8084	+3.5%	+2.0%	-12.8%	+7.8%	-9.0%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9232	+1.4%	-0.8%	-1.0%	+1.2%	-6.1%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.4972	+1.4%	-1.7%	-12.1%	-3.4%	-15.4%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.0720	+2.0%	+0.4%	-6.1%	+6.0%	-4.2%

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 30.06.2026; Wirtschaftsdaten per 30.06.2026; Wirtschaftsprognosen vom 30.06.2026; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.