



Foto: Andreas Busslinger

## Ein stärkeres Wachstum als erwartet

Das Wachstum der Weltwirtschaft war bislang stärker als erwartet, und nun flauen die Zollstreitigkeiten mit wichtigen Partnern ab. Im Handelsstreit mit der EU und US-Präsident Donald Trump kommt es zu einem Rahmenabkommen, da Europa mit seinen 450 Millionen Konsumenten zu einer Marktöffnung für amerikanische Waren bereit ist. Zugleich ist die EU am Gipfeltreffen mit China abgeblitzt. Hinsichtlich des Handels und des Patentschutzes kam man keinen Schritt weiter. Nun gilt es, den Binnenmarkt zu vertiefen. Inzwischen ist Polen für Deutschland der wichtigere Exportmarkt als China. Das spricht für die sich immer stärker integrierende Produktion und Logistik im Binnenmarkt Europas und dessen Wachstumspotenzial.

Die Zollpolitik von Donald Trump hat viele Entscheidungsträger

verunsichert, Investitionen verzögert und die Weltwirtschaft gebremst. Manche Unternehmen wie die Zuger Industrieunternehmung Bossard haben die Auswirkungen der US-Zölle wie auch die weitere Vorgehensweise transparent dargelegt. Bei anderen Unternehmen blieb die Kommunikation eher vage, als es darum ging, wem die höheren Kosten übertragen werden. Natürlich geht es immer auch um Details wie beispielsweise eine frische Kalibrierung respektive eine unternehmensbezogene Optimierung der globalen Lieferketten. Letzteres ist aber erst möglich, wenn alle Rahmenbedingungen wiederum klar sind. In der Handelsbeziehung zwischen den USA und China sowie Indien bleibt vieles immer noch unklar, was die rasche Anpassung an neue Gegebenheiten verzögert.

## Im Juli ging es aufwärts

Der Juli war zwar von der Marktvolatilität rund um Zoll- und Handelsdrohungen aus dem Weissen Haus geprägt. Dennoch ging es unter dem Strich aufwärts. Konsumgüterbezogene Qualitätsaktien wie Nestlé verzeichneten Mühe, weil sich bei den Konsumenten eine verstärkte Unsicherheit breit machte. Aktien von Unternehmen, die in transformative Innovationen investieren, lagen dagegen in der Gunst der Anleger.

Der Dollar verlor seit Jahresbeginn mehr als 11% und zog damit den Weltaktienindex MSCI World in die Tiefe (-0.5% in CHF). Der Weltanleihsindex liegt nach sieben Monaten bei +0.1%. Der breite US-Aktienindex S&P 500 vermochte sich wie die meisten Aktienindizes weiter zu erholen, liegt jedoch immer noch im Minus (-2.8% in CHF). Die Schweizer Aktien (SMI: +2.0%) liegen deutlich hinter den

anderen europäischen Aktienindizes, die vom Geschehen auf den deutschen, spanischen und italienischen Märkten geprägt sind.

In dieser Kapitalmarktumgebung bestätigte sich in der defensiven Risikoklasse 1 eine unverändert deutlich positive Rendite (+1.4%). In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +3.0%) war die Erholung der Tech-Aktien spürbar, ebenso in der dynamischen Risikoklasse 5 (z. B. Revo5 +3.6%). In den Risikoklassen 3 bis 5 wurde Mastercard durch Netflix ersetzt.

Aussergewöhnlich gut verlief zuletzt die Dekarbonisierungs-Strategie. Das DecarbRevo 5 liegt bei +9.1% (seit Jahresbeginn), dank Aktien wie Bloom Energy, Accelleron, Belimo und Brookfield Renewable. Die Rendite der Dividendenstrategie (z. B. RevoDividen mit +9.5%) liegt in einer ähnlichen Grössenordnung.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juli 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	+0.3%	+1.1%
Zugerberg Finanz R2	+0.5%	+1.7%
Zugerberg Finanz R3	+1.3%	+2.7%
Zugerberg Finanz R4	+1.4%	+2.8%
Zugerberg Finanz R5	+1.5%	+3.1%
Zugerberg Finanz RDividenden	+0.4%	+9.9%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.6%	+1.4%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.8%	+1.9%
Zugerberg Finanz Revo3	+1.6%	+3.0%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.4%	+3.1%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.6%	+3.6%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+0.6%	+9.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+2.9%	+6.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+3.4%	+7.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+3.7%	+9.1%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juli 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.5%	-0.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.4%	+1.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.5%	+1.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.9%	+2.8%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+1.1%	+3.3%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juli 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.6%	+1.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.8%	+1.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.6%	+3.0%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.4%	+3.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.6%	+3.6%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+0.6%	+9.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+2.9%	+6.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+3.4%	+7.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+3.7%	+9.1%

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

Makroökonomie

# Robustes Wachstum



Bildquelle: stock.adobe.com

Angesichts der Zollstreitigkeiten war erstaunlich, wie robust sich der private Sektor weltweit entwickelte. In Europa hellte sich die Konsumentenstimmung klar auf und die Geschäftstätigkeit stieg auf ein 11-Monats-Hoch. Die tiefe Arbeitslosigkeit und das anhaltend hohe Lohnwachstum dürften die Konsumausgaben im weiteren Jahresverlauf stützen. In Japan signalisieren die Einkaufsmanagerindizes ebenfalls anhaltend robustes Wachstum, gestützt durch eine starke inländische Nachfrage wie vielerorts in Asien. Australien befindet sich gar in einer deutlichen Wachstumsbeschleunigung.

In den USA ist das Bild etwas nüchterner. Zwar deutete der von 52.9 auf 54.6 angestiegene Einkaufsmanagerindex auf ein anhaltend robustes Wirtschaftswachstum hin, was durch eine Beschleunigung der Dienstleistungsaktivitäten unterstrichen wurde. Zugleich wird jedoch immer klarer, dass die Privathaushalte und Unternehmen in den USA die Hauptlast der Zölle auferlegt bekommen.

Das ist besonders schmerzhaft in der Phase eines sich verflachenden Wachstumstrends bei gleichzeitig hohen Zinsen und entsprechend hohen Finanzierungsbelastungen im Wirtschaftssystem. Die Nettozuwanderung in die USA ist auf eine annualisierte Rate von 600'000 gesunken. Das entspricht einem Rückgang um ein Drittel gegenüber Ende 2024, da Trumps Einwanderungsrestriktionen greifen. Die Abschiebungen nehmen zu, die illegalen Grenzübertreite gehen zurück, und wichtige Industriezweige spüren bereits den Arbeitskräftemangel. Die Zahl der Erwerbstätigen stagniert.

Sektoren wie die Landwirtschaft, das Gastgewerbe und das Baugewerbe sind mit akuten Engpässen konfrontiert, während kleinere

Städte, die für ihre wirtschaftliche Wiederbelebung auf Einwanderung gesetzt hatten, einen Rückgang der Ausgaben verzeichnen. Ökonomen warnen, dass das volkswirtschaftliche Wachstumspotenzial langfristig um 0.5% sinken könnte und die Inflation aufgrund des begrenzten Arbeitskräfteangebots und der unterbrochenen Lieferketten ansteigen könnte. Weniger Neuankömmlinge bedeuten in einigen Bereichen einen angespannteren Arbeitsmarkt und höhere Löhne, aber auch ein langsames Wachstum und Margendruck für Unternehmen, die auf Arbeitskräfte mit Migrationshintergrund angewiesen sind.

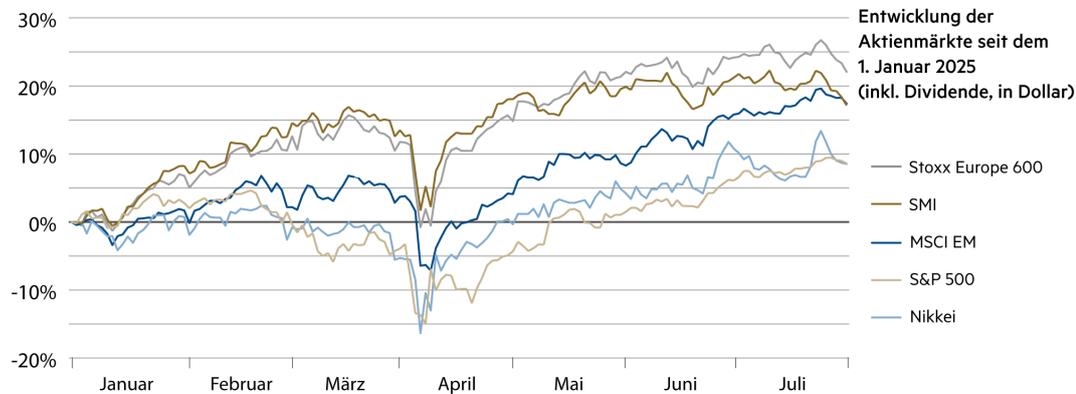
Die US-Tech-Unternehmen sind stark mit dem Ausland verbunden, vor allem mit Taiwan, Südkorea und Indien sowie China. Es geht um Rohstoffe, Fertigungsstandorte und Schlüsseltechnologien rund um Halbleiter und Künstliche Intelligenz (KI), und da hängt die Geschäftstätigkeit mittlerweile stark mit geopolitischen Entscheidungen zusammen. Ob und welche der in Taiwan gefertigten Chips ein US-Unternehmen wie Nvidia von Taipeh nach China exportieren darf, wird in Washington entschieden.

Demzufolge dürften die kommenden Monate wenig Ruhe versprechen. Handels-, wirtschafts- und geopolitische Spannungen bleiben bestehen, und die Volatilität auf den Aktien- und Anleihensmärkten stabilisierte sich in jüngster Zeit (VIX Index bei rund 17, MOVE Index etwas tiefer bei 84). Umgekehrt verheissen die KI-Investitionsprognosen auf allen Kontinenten Wachstum in vielen Branchen über die klassischen Technologielieferketten hinaus. Mit der Nutzung von KI beschleunigt sich auch die Nachfrage nach Datencenter und damit zusammenhängend nach komplexen Bauleistungen und Elektrizitätsversorgung.

Region	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die Richtwerte für Hypothekarkredite sind in den vergangenen Wochen weiter über die bisherigen Jahrestiefstwerte von Ende Mai gestiegen.
Eurozone, Europa	↗	↗	Die Unsicherheiten rund um Handelszölle nahmen zu, doch die europäische Wirtschaft zeigte sich widerstandsfähiger als erwartet.
USA	→↗	→↗	Der private Konsum verlangsamt sich und erste Risse im Arbeitsmarkt werden sichtbar. Die Fed müsste längst zu einer lockeren Geldpolitik übergehen.
Rest der Welt	↗	↗	Stabile Unternehmensgewinne in Asien lassen eine vorsichtig optimistische Grundhaltung einnehmen. Durch das Multi-Shoring wird die Welt vielfältiger.

Liquidität, Währung

## Allzeithoch in Dollar



Entwicklung der Aktienmärkte seit dem 1. Januar 2025 in Dollar inkl. Dividende (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Entwicklung der Aktienmärkte in den ersten sieben Monaten war gekennzeichnet von einem Einbruch im April, verursacht durch die Zollstreitigkeiten von US-Präsident Donald Trump. Danach setzte eine starke Erholung der Märkte, aber auch eine massive Abschwächung des Dollars ein. Deshalb sind europäische Märkte in Dollar seit Jahresbeginn klar in Führung, auch wenn die US-Indizes wie der S&P 500 in den letzten Wochen mehrfach neue Allzeithochs erklommen haben.

Es gibt Notierungen, die man gewöhnlich nur in Dollar betrachtet: Rohöl (-4% seit Jahresbeginn), Gold (+28%), Bitcoin (+22%) und natürlich die US-Aktienindizes. Spannend ist, auch einmal die Entwicklung der weltweiten Aktienindizes in Dollar zu betrachten. Zunächst gehen wir noch auf den Dollar per se ein.

Die Inflation in den USA liegt weiterhin deutlich höher als in Europa und insbesondere in der Schweiz. Deshalb ist der Abwertungspfad des Dollars vorgespurt. Um sich gegen die Abwertung abzusichern, wären 4.4% Prämien jährlich erforderlich. Das hätte sich im Laufe dieses Jahres gelohnt, hat sich doch der Dollar bereits um 10.5% gegenüber dem Schweizer Franken abgewertet. Nun scheint er allerdings bei rund 0.80 Franken pro Dollar zumindest vorübergehend einen Boden gefunden zu haben.

Dennoch: Wer im bisherigen Jahresverlauf sein Kapital in Dollar auf den weltweiten Aktienmärkten anlegte, konnte in Europa im breiten Stoxx Europe 600 Index (+22%) eine Rendite erzielen, die noch etwas höher lag als jene im Swiss Market Index (+17%). Mit dem breiten Schwellenländer-Aktienkorb MSCI Emerging Markets (+18%) konnte immer noch mehr als mit dem japanischen Nikkei

(+9%) erzielt werden. Der US-amerikanische S&P 500 Index (+8%) blieb hinter vielen wesentlichen Aktienindizes zurück. Das ist selten der Fall: Die Outperformance von europäischen Aktien gegenüber den USA ist die höchste seit mehr als 50 Jahren (1973). Auch damals war der massive Wertverfall des Dollars der Hauptgrund für den Renditeunterschied.

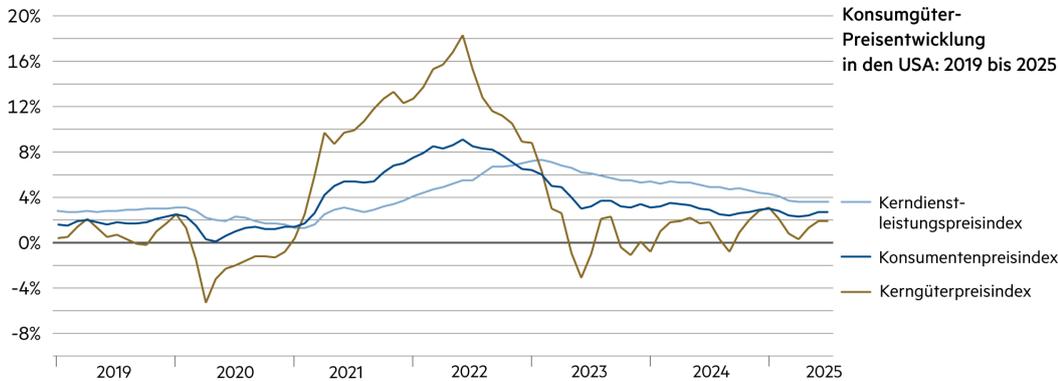
Dieser dürfte sich generell erst dann ändern, sofern der Dollar wieder an Stärke zulegt. Doch daran hat die US-Regierung kein Interesse, auch den global tätigen US-Techgiganten kann es egal sein: Sie erzielen mittlerweile 55% ihrer Umsätze ausserhalb der USA, was deren Umsatz- und Gewinnentwicklung in Dollar «automatisch» ansteigen respektive glänzen lässt. Auch immer mehr Schweizer Unternehmen rapportieren in Dollar, weil sie sich nicht den Wechselkurskapriolen in ihrer wichtigsten Währung aussetzen wollen (Nestlé, Roche, Novartis, Zurich, UBS, ABB usw.).

Letztlich noch etwas zum Thema Währung und Liquidität: In der Schweiz ist man gut beraten, sich nicht durch heftige Devisenmarktinterventionen von der US-Regierung als Währungsmanipulator abstempeln zu lassen. Die SNB hat den Leitzins per 20. Juni 2025 auf 0.0% gesenkt. Gemäss den geltenden Bestimmungen entstehen für gewisse Giro Guthaben der Geschäftsbanken bereits Kosten von 0.25% p. a. Aufgrund der regulatorischen Liquiditätsvorgaben muss eine Geschäftsbank für bestimmte Kundensegmente deutlich grössere Liquiditätspuffer für jederzeit verfügbare Einlagen vorhalten. Deshalb wurde die Verzinsung auf -0.25% p. a. reduziert, d. h. auf CHF-Konti wurden im vergangenen Monat bei mehreren Schweizer Banken teilweise wieder Negativzinsen eingeführt.

Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Bargeldversorgung schrumpft rapide: Es sind immer weniger Geldautomaten in Betrieb, während digitales Bezahlen Bankfilialen zunehmend verdrängt.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Die Finanzstabilität in der Eurozone hält an. Der Euro ist mit 0.93 verhältnismässig stabil, weil er sich seit anfangs Jahr zum Dollar ebenfalls um 12% aufwertete.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↗	↘	Die Dollarschwäche setzt sich fort. Der Kassakurs liegt bei rund 0.80, und der Terminkurs auf zwei Jahre lag kurz bei nur noch 0.73: ein historisches Rekordtief.
Euro / US-Dollar	→↗	↗	Das Dollar-Imperium erodiert. Auf den weltweiten Devisenmärkten erleben wir gegenwärtig eine bemerkenswerte Verschiebung der Kräfte.

Anleihen

# Die Inflationserwartungen sind entscheidend



Konsumgüter-Preisentwicklung in den USA von 2019 bis 2025 (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Zollausswirkungen auf die Gesamtinflation bleiben überschaubar. Es sind vor allem Kerngüter betroffen, ein Bereich, in dem in den letzten 12 Monaten negative respektive deflationäre Preisentwicklungen zu beobachten waren. Nach einem fortgesetzten Anstieg dürften sich die Inflationserwartungen in den USA, die im Rahmen der Zollstreitigkeiten bis auf über 6% gestiegen sind und die Anleihensurse massiv beeinflusst haben, wieder rückläufig entwickeln. Entsprechend zuversichtlich bleiben wir gegenüber den Anleihen im Laufe der verbleibenden fünf Monate bis zum Jahresende 2025.

Trotz wachsender fiskalischer Unsicherheit bleibt die Nachfrage ausländischer Investorinnen und Investoren nach US-Staatsanleihen («Treasury») erstaunlich stabil. Obschon zahlreiche Analysen ergaben, dass die Zeche von der US-Zollpolitik vor allem von den amerikanischen Importeuren und Haushalten bezahlt wird. Die durch Zolleinnahmen verbesserte Einnahmenseite lindert das strukturelle US-Staatshaushaltsdefizit nur minim. Wohl auch deshalb ist die Nachfrage nach Währungsabsicherung gestiegen, denn was nützt die Bedeutung der Treasuries als globaler «sicherer Hafen», wenn wie in diesem Jahr innert weniger Monate zweistellige Devisenverluste in Kauf genommen werden müssen?

Die Finanzierung der US-Staatsschulden erfolgt weiterhin stark über kurzfristige Treasury Bills, eine bewährte Strategie, die jedoch die geldpolitische Abhängigkeit der Fed vom Finanzminister verstärkt und die Zinsstrukturkurve zyklisch versteilen lässt. Die Rendite der 20-jährigen Treasuries liegt seit vier Monaten rund 100

Basispunkte höher als jene der 2-jährigen. Das gab es seit vielen Jahren nicht mehr. Wenn es dynamisch nach oben geht (mit knapp 5% Zins am langen Ende) und anschliessend eine gefühlte Ewigkeit langweilig hin und her geht, ist das eher eine Bestätigung des Aufwärtstrends respektive einer strukturellen Versteilung der Zinskurve.

Die Realrendite in den USA liegt aktuell bei knapp 2% und damit auf dem höchsten Niveau seit der grossen Finanzkrise von 2008. In der Eurozone liegt der Realzins hingegen bei knapp 1%. Das gibt den europäischen Unternehmen einen Finanzierungsvorteil, und die Sorgen um Europa sind auf den Anleihensmärkten deutlich kleiner.

Die Fundamentaldaten im Unternehmensanleihe-Segment bleiben solide. Die Bilanzen sind gesund, jene der europäischen Banken beispielsweise weisen doppelt so hohe Eigenmittel aus wie noch vor wenigen Jahren. Deshalb sind auch die Kreditrisikoauflschläge gegen Staatsanleihen im historischen Vergleich verhältnismässig gering. Doch die Investoren kümmern sich weniger um Risikoprämien als um absolute Werte.

Hochwertige europäische Unternehmensanleihen mit einem Rating «A» rentieren aktuell 3.0%. Solche mit einem «BB» Rating bringen es gar auf 4.6%. Damit lassen sich zwar keine grossen Sprünge im Portfolio erzielen, aber zu verachten sind solche Renditen gewiss nicht. Wir erkennen darin ein attraktives Risiko-Ertrags-Profil und bevorzugen weiterhin mittlere Laufzeiten, da am langen Ende der Zinsstrukturkurve das Risiko von grösseren Schwankungen besteht.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→↗	→↗	Die schuldenfinanzierten USA müssen für zehnjährige Staatsanleihen 4.2% Zinsen bezahlen: Griechenland 3.3%, Deutschland 2.6% und die Schweiz 0.3% (04.08.25).
Unternehmensanleihen	↗	↗	Gegenüber dem Aktienhandel ist das Handeln mit Unternehmensanleihen für Privatanleger teuer und illiquid; davon ist abzuraten.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Wir bleiben dabei, dass nachrangige und hochverzinsliche Unternehmensanleihen für überdurchschnittliche Renditen sorgen und unsere Portfolios bereichern.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

## Anleihen mit Währungsabsicherung



Credit Opportunities Fund mit und ohne Währungsabsicherung vom 1. Juli 2024 bis 31. Juli 2025 (Quelle/Grafik: Zugerberg Finanz)

In unseren Anleihenslösungen gibt es eine konservative Variante, die sich über lange Anleihen mit einer sehr hohen Bonität auszeichnen, und eine ertragsorientierte Variante, die bei guten Schuldnern vor allem auf attraktive Couponerträge achtet. In beiden Varianten sorgt die Währungsabsicherung dafür, dass Schweizer Anleger zu ihrem erhofften Ziel ohne Währungsschwankungen gelangen. Wie die obige Grafik zeigt, sorgt die währungsgesicherte Lösung für eine deutlich geringere Volatilität – sowohl kurz- wie auch längerfristig.

In einer Zeit, in der man sich bei Anleihen auf Jahresrenditen von 1% bis 4% einstellen muss, sollten diese Renditeaussichten nicht durch Währungsschwankungen verzerrt werden. Was würde einem eine Rendite von 4% nützen, wenn man zugleich einen Währungsverlust von 1.3% in Kauf nehmen müsste? Genau das wäre der Fall, wenn die Dollar-Anleihen nicht währungsgesichert in unser Portfolio einfließen würden.

Natürlich kann man sich fragen, weshalb überhaupt Dollar- und Euro-Anleihen in die Anleihenslösungen aufgenommen werden. Erstens: Der Schweizer Franken Anleihensmarkt ist winzig klein und wenig liquide. Zahlreiche marktführende Unternehmen sind auf diesem Nischenmarkt nicht präsent. Zweitens: Viele Schweizer Unternehmen haben im Zuge ihrer europäischen und/oder globalen Ausrichtung vor allem einen Kapitalbedarf in Dollar und Euro. Drittens: Aus Gründen der Diversifikation berücksichtigen wir auch Branchen, die auf dem Schweizer Kapitalmarkt nicht vorhanden sind. Das zahlt sich aus.

Der auf Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund (COF) bewegte sich Ende Juli nur minim unter seinem Allzeithoch. Das Fondsvolumen von über 500 Millionen Franken teilt sich auf 214 Anleihen auf, wobei die durchschnittliche Duration nur 2.7 Jahre beträgt. Das Zinsrisiko und damit auch die Zinssensitivität sind entsprechend gering.

Die grössten Kursschwankungen in der Geschichte des COF waren mit den Kreditrisiken zu Beginn der Covid-Pandemie verbunden. Als «alles stillstand», fielen die Kurse der Unternehmensanleihen. Die Angst vor einer Konkurswelle war gross. Doch durch geld- und fiskalpolitische Massnahmen blieben die Auswirkungen gedämpft. Die Verluste im März 2020 wurden bis November desselben Jahres bereits wieder aufgeholt. Im globalen Zinserhöhungszyklus vom Jahr 2022 dagegen schnitt der COF besser ab als der Swiss Bond Index mit seinen langen Anleihen.

Solid entwickelte sich der Zugerberg Income Fund (ZIF) in seiner Funktion als konservativer Stabilitätsanker, der vor allem in den Portfolio-Strategien mit einer geringen Aktienquote eingesetzt wird. In den letzten drei Jahren lag der Gesamtertrag des ZIF bei +6.0% (+1.9% p. a.), praktisch gleich hoch wie bei einer passiven Umsetzung des Swiss Bond Index. Aufgrund der erneuten Tiefzinsphase ist die Rückzahlungsrendite aller 286 Anleihen auf durchschnittlich +1.3% p. a. gefallen. Mehr als 50% dieser Anleihen haben eine Restlaufzeit von mehr als 5 Jahren. Die durchschnittliche Duration beträgt 5.9 Jahre. Entsprechend lange wird noch von diesen Renditen gezehrt werden können, während Bankkontos zunehmend wieder mit Negativzinsen versehen werden.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2025 (seit Jahresbeginn)	+1.5%	+2.6%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-6.4% (-0.9%)	+37.8% (+2.6%)
Anteil positiver Renditemonate	56%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	86 BP (-12 BP)	370 BP (-35 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

## Die Eigenheimpreise steigen



Immobilien (Foto: Andreas Busslinger)

Der Preisindex für privates Wohneigentum stieg im 2. Quartal 2025 um 0.9% gegenüber dem Vorquartal. Etwas stärker als Einfamilienhäuser stiegen die Preise für Eigentumswohnungen (+1.7% gemäss FPRE), wobei das mittlere Segment die stärkste Verteuerung (+2.5%) erfuhr. Im Vergleich zum Vorjahresquartal beträgt der Preisanstieg schweizweit im mittleren Segment +7.1%, wobei die Entwicklung in den Regionen Basel (+9.1%), Zürich (+7.9%) und Südschweiz (+7.7%) besonders markant war.

Die seit über einem Jahr sinkenden Hypothekarzinsen wirken als Treiber der Eigenheimnachfrage. Gemäss UBS sind die Nutzungskosten eines durchschnittlichen, neu erworbenen Eigenheims derzeit etwa 20% niedriger als Anfang 2024 – vor den Zinssenkungen der SNB. «Zudem liegen die Nutzungskosten um 23% unter denen einer vergleichbaren Mietwohnung. Dies könnte insbesondere vermögende Mieter dazu bewegen, den Kauf eines Eigenheims in Betracht zu ziehen», folgern die Autoren.

Demnach dürfte die Eigenheimnachfrage hoch bleiben, aber mit einer gedämpften Preisdynamik in den kommenden Quartalen. Zudem lässt sich festhalten, dass sich der Baupreisindex innert Jahresfrist kaum veränderte (+0.7%). Im zweiten Quartal 2025 war der Bauindex im Wohnungsbau leicht rückläufig (-0.3%). Dieser frühe Indikator der Baukonjunktur in der Schweiz verstärkt das Bild, wonach von höheren Preisen vor allem die Landeigentümer und die Immobilienpromotoren profitierten.

Die SARON-Hypothekarkredite waren im Juli für rund 0.8% zu verzinsen, deutlich tiefer als fünf- oder zehnjährige Festhypotheken. Die variable Geldmarkt-basierte Hypothek hat allerdings keine feste Laufzeit und keinen festen Zinssatz. Entsprechend liegen hier auch

Zinsrisiken vor, denn der Zinssatz steigt und fällt mit dem allgemeinen Zinsniveau am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve.

Bei den Immobilienaktien lässt sich festhalten, dass der Index der Schweizer Immobilienfonds (+2.5% Gesamtrendite) in den ersten sieben Monaten weniger zulegte als der SMI (+4.9%). In unseren Portfolios haben wir jedoch eine Selektion getroffen, mit der wir beide Indizes bislang klar übertreffen konnten. Das betrifft sowohl Mobimo (+11%) wie auch PSP Swiss Property (+10%).

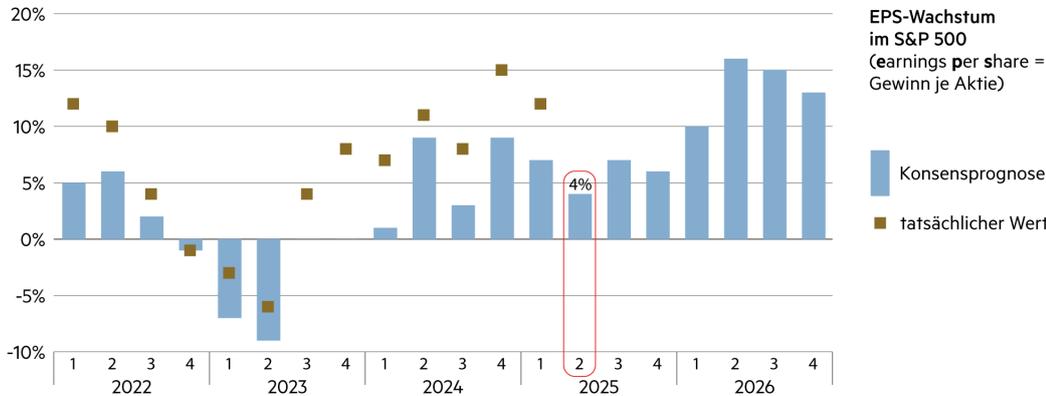
Insbesondere Wohnrenditeliegenschaften stehen vor einer weiteren Wertsteigerung. Das Wachstum der Mieterträge geht mit tieferen Diskontierungssätzen – aufgrund der sehr tiefen Zinsen – einher. Zudem ist die Nachfrage nach Renditeliegenschaften von institutioneller Kundschaft (Versicherungen, Pensionskassen usw.) am Steigen, zumal die Renditeperspektiven auf den Anleihensmärkten bei risikolosen Anlagen Richtung null tendieren. Viele Pensionskassen achten auf den sogenannten Renditespread, d. h. die Differenz zwischen der Immobilienrendite und der Eidgenossenrendite (derzeit 0.3% auf 10-jährige Anleihen). Sofern diese Differenz zwei Prozentpunkte beträgt, werden auch Immobilien mit einer Nettoanfangsrendite von 2.3% erworben.

Aber da lauern auch Risiken. Aufgrund der sich abschwächenden Nettozuwanderung und der vermehrten Nachfrage nach Wohneigentum zeichnet sich eine abflauende Nachfrage nach Mietwohnungen ab. Aufgrund der erhöhten Mieten wurde in den vergangenen zwei Jahren ein reduzierter Wohnflächenkonsum beobachtet, d. h. es wurden vermehrt grössere Haushalte verzeichnet. Auch deshalb wirkt die zurückhaltende Wohnungsproduktion marktstabilisierend.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Der Immobilienindex CHREF besteht mehrheitlich aus Wohnrenditeliegenschaften und liegt seit Jahresbeginn bei +2.5% Gesamtrendite.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↗	↗	Die Flächennachfrage ist weiterhin rückläufig, insbesondere in den Vororten. Aber die Prognosen gehen immer noch von einer steigenden Nachfrage aus.
Immobilienfonds CH	→	→↗	Der Schweizer Immo-Fonds Index (SWIIT) hat mit +2.6% seit Jahresbeginn eine leicht höhere Gesamtrendite als sein Konkurrenzindex (CHREF) erzielt.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Bislang hält sich die beste Anlageklasse gut mit Engie (+38% Gesamtrendite in den ersten 7 Monaten im 2025), Vinci (+25%), BKW (+24%) und Veolia (+14%).

Aktien

## Die Prognosen werden regelmässig übertroffen



EPS-Wachstum (earnings per share = Gewinn je Aktie) im S&P 500 (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Berichtssaison für das zweite Quartal des breiten US-amerikanischen Aktienindex S&P 500 ist bislang äusserst erfreulich verlaufen. Das führte dazu, dass US-Aktien gegenüber den europäischen Aktien aufholten. Vorsichtiger Optimismus bleibt allerdings auch diesseits des Atlantiks angebracht. Trotz anhaltender politischer Unsicherheit und zollbedingter Schwankungen sind wir dank robuster wirtschaftlicher Fundamentaldaten, einer sich verbreitenden Aktienmarktpformance und dem Potenzial für wachstumsfördernde politische Kursänderungen in Europa zuversichtlich.

Die Berichtssaison für das zweite Quartal des S&P 500 begann am 15. Juli. 73% der S&P 500 Unternehmen haben bis zum 1. August ihre Ergebnisse veröffentlicht. Analysten unterschätzten die Resilienz. 79% der Quartalsberichte haben bislang die Umsatzprognosen übertroffen, 84% auch die Gewinnprognosen. Die Konsensschätzungen gingen von grossen Problemen durch die Zollpolitik aus. Der negative Eindruck von 10% Zollerhöhungen sollte sich aber nur um 3% beim Gewinn auswirken; umgekehrt hat der Rückgang des Dollars um 10% einen positiven Effekt auf den Gewinn von rund 4%.

Wir gehen davon aus, dass der S&P 500 weiterhin die tiefen Erwartungen wie fast immer in den letzten Quartalen übertreffen wird, was für die Optimisten eine gute Nachricht ist. Interessant ist auch, dass sich die Fremdkapitalquote (d. h. der sogenannte Leverage) auf dem tiefsten Niveau seit 2014 befindet. Das bestätigt unsere Aussichten für ein robustes Realwachstum und für eine vermehrte Allokation in Risikoanlagen in den nächsten Monaten.

Die Marktstimmung hat sich von Donald Trump in die Irre führen lassen. Kurzfristige Schlagzeilen bleiben oftmals schlechte Ratgeber.

Ein strukturell relevantes Thema aus dem ersten Halbjahr 2025 bleibt: Europa vollzieht einen dramatischen Kurswechsel hin zu erheblichen Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur und verbessert damit seine Wettbewerbsfähigkeit. Die Tragfähigkeit der Verschuldung bleibt gegeben, umso mehr, als die Wachstumsimpulse Unternehmen wie auch Konsumenten stützen dürften.

Positiv daran ist zudem, dass die Welt mehr als sieben Aktien hat. Die «Magnificent 7» (Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft, Nvidia ...) haben nach sieben Monaten keinen positiven Beitrag zu unserer Portfoliorendite (in Franken) beigetragen. Seit Jahresbeginn bis Ende Juli blieben die Magnificent-7-Aktien sogar hinter dem breiteren US-Markt zurück. Darüber hinaus entwickelten sich andere internationale Aktien nach vielen Jahren der Zurückhaltung seit Jahresbeginn auch im Zuge der Dollarschwäche deutlich besser als ihre US-Pendants.

Die Unsicherheit hinsichtlich der Zollpolitik nahm zuletzt wieder zu. Zugleich deuten die jüngsten Beschäftigungszahlen darauf hin, dass die Handelspolitik allmählich nennenswert negative Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft in den USA hat. Daran ändert auch nichts, dass die US-Regierung die Arbeitsstatistik-Chefin zum Rücktritt aufforderte. Die «Worst Case» Szenarien mit Strafzöllen, drastischen Gewinnrückgängen und Rezessionsrisiken sind zwar weniger wahrscheinlich geworden, weshalb wir weiterhin in Risikoanlagen Übergewichtet bleiben. Sollte die USA zu einer berechenbareren und wachstumsfreundlicheren Politik zurückkehren, könnte dies in den nächsten Quartalen sogar als starker Katalysator für eine erneute wirtschaftliche Dynamik wirken. Es gibt trotz allen Nachrichten auch ein erhebliches Aufwärtspotenzial.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→↗	↗	Nach 7 Monaten liegen im SMI Aktien weit auseinander – zwischen Holcim (+47%), Swiss Life (+26%) und Geberit (je +22%) bis zu K+N (-16%) und Sonova (-24%).
Aktien Eurozone, Europa	→↗	↗	Die grössten Portfoliobeiträge in Schweizer Franken seit Jahresbeginn erzielten Axa (+30%), Siemens (+21%) und Deutsche Telekom (+11% in CHF).
Aktien USA	→	↗	Die Renditebeiträge variierten bis Ende Juli sehr: Nvidia (+19% in CHF) und Microsoft (+14%) als Leader. Berkshire (-13%) und Apple (-26%) fielen stark zurück.
Aktien Schwellenländer	→↗	↗	Tendenziell setzt sich dank KI-Themen, Robotik und Automation die Verlagerung der Schwellenländer-Aktienallokation nach China fort.

Alternative Anlagen

## Das wirtschaftliche Gravitationszentrum



KI-generiertes Bild von: Roger Rissi

Die vergangenen vier Monate haben unverkennbar demonstriert, wo das weltwirtschaftliche Gravitationszentrum liegt. Es ist und bleibt ein Risiko, nicht nach den Regeln und Vorstellungen der USA zu handeln. Erfreulich ist jedoch auch, dass dies zugleich das Gravitationszentrum der Innovation und des globalen Kapitalmarktes ist. Wir stehen gerade erst am Anfang eines sich beschleunigenden Superzyklus, dessen Schauplätze sich mehr denn jemals zuvor ausserhalb der öffentlichen Kapitalmärkte befinden.

Im Weltraum dominiert das privat finanzierte Unternehmen SpaceX das Satellitenwesen. Insgesamt sollen es 42 Finanzierungsrunden gewesen sein. Das im Jahr 2002 gegründete Unternehmen erschliesst den Weltraum sowohl für zivile wie auch für militärische Zwecke und veröffentlicht keine Bilanzen. Obwohl das Unternehmen noch gar nicht an einer Börse kotiert ist, lassen die jüngsten Kurse unter Privatmarkt-Investoren den Schluss zu, dass es sich um eine Bewertung von rund 300 bis 400 Milliarden Dollar handeln dürfte – jedenfalls deutlich mehr als die kotierten Unternehmen Airbus (ca. 135 Mrd. Euro) und Boeing (knapp 170 Mrd. Dollar).

Am ehesten zu einem Börsengang kommen könnte es bei Starlink, dem Satelliten-Internetdienst von Elon Musks SpaceX. Im Jahr 2024 verdoppelte Starlink seine Kundenbasis und erzielte einen Umsatz von 6.6 Milliarden Dollar. Die wiederkehrenden Einnahmen und das stetige Wachstum machen einen Börsengang zunehmend wahrscheinlich.

Das erst vierjährige KI-Unternehmen Anthropic wächst spektakulär und wird in seiner jüngsten 5 Mrd. Dollar Finanzierungsrunde mit rund 150 Milliarden Dollar bewertet. Es ist eines der führenden KI-Forschungsunternehmen, das sich auf die Entwicklung grosser Sprachmodelle konzentriert, bei denen Sicherheit, Zuverlässigkeit und Transparenz im Vordergrund stehen. Das Unternehmen ist vor allem für seine KI-Assistenten der «Claude»-Familie bekannt. Wie in vielen Startups liegt auch bei Anthropic der Hauptsitz im Silicon Valley respektive konkret in San Francisco, Kalifornien, USA.

Die Zahl der US-Unternehmen, die 2025 an die Börse gehen, ist bereits höher als in den letzten Jahren. Nach einem schwachen Start hat der Erfolg von hochkarätigen Börsengängen wie Coreweave und Circle das Interesse der Anleger geweckt, und in den nächsten Quartalen sind mehrere hochkarätige Börsengänge geplant. Auch anderswo brechen Börsengänge Rekorde. In Hongkong wurden in diesem Jahr 43 Unternehmen an die Börse gebracht, weitere 220 wollen folgen. In Indien planen ebenfalls 140 Unternehmen einen Börsengang.

Doch die entscheidende Frage ist, wie man einen fairen Zugang zu dieser Anlageklasse erhält, d. h. zu Unternehmen, solange sie noch über eine moderate Bewertung verfügen und nicht kotiert sind. Seit mehreren Jahren halten wir deshalb kotierte Privatmarktvehikel in unseren Portfolios, und diese haben gut zur Diversifikation und Performance beigetragen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↘	→↗	Bei den Rohstoffen schwankte der Ölpreis, nachdem Trump Russland zu einer raschen Waffenruhe mit der Ukraine gedrängt hatte und mit Sanktionen drohte.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Gold könnte bis Ende 2026 4'000 Dollar pro Unze erreichen, da die Fed die Zinsen senkt, der Dollar dadurch fällt und die Zentralbanken ihre Bestände ausbauen.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	Die Dollarschwäche dürfte bis Ende 2026 anhalten, da die Fed die Zinsen senken wird. Deshalb sind währungsgesicherte ILS-Lösungen ins Auge zu fassen.
Private Equity	↗	↗	Ideal, um die Portfolios gegen Turbulenzen und potenzielle Marktabschwünge abzusichern und zugleich an der Wertsteigerung zu partizipieren.

## Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)			Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)		
		31.07.2025	07/2025	2025YTD	2024	2023	2022
<b>Aktien</b>							
SMI	CHF	11'836.0	-0.7%	+2.0%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'525.4	-0.1%	+6.8%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	24'065.5	0.0%	+19.2%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'772.0	+0.7%	+4.0%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	40'987.7	+2.3%	+18.3%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	9'132.8	+2.8%	+5.6%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'319.9	-0.4%	+7.3%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	44'131.0	+2.4%	-7.2%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'339.4	+4.5%	-3.5%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	21'122.5	+6.1%	-2.1%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	41'069.8	-0.7%	-3.6%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	81'185.6	-2.8%	-9.1%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	4'076.0	+3.6%	-1.6%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'243.2	+4.0%	+3.4%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
<b>Obligationen (gemischt)</b>							
		31.07.2025	07/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.4	-0.7%	-0.5%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	185.7	-0.1%	+1.5%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	371.2	+0.5%	+3.0%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	280.3	+0.5%	+3.1%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
<b>Staatsobligationen</b>							
		31.07.2025	07/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	184.1	+0.7%	-1.5%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	137.4	-0.8%	+0.8%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	178.1	-0.4%	-1.1%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
<b>Unternehmensobligationen</b>							
		31.07.2025	07/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	192.1	+0.3%	+0.6%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.1	-0.4%	+1.7%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	622.9	+0.0%	+2.5%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.5	+0.3%	+0.9%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	310.2	+0.9%	+2.5%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
<b>Alternative Anlagen</b>							
		31.07.2025	07/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Gold Spot CHF/kg	CHF	85'917.9	+2.0%	+12.2%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	101.2	+1.5%	-8.3%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'819.3	+0.4%	+3.8%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
<b>Währungen</b>							
		31.07.2025	07/2025	2025YTD	2024	2023	2022
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8123	+2.4%	-10.5%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9274	-0.8%	-1.4%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5388	-2.2%	-6.5%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.0728	-1.5%	-5.5%	+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](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ussiweg 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 31.07.2025; Wirtschaftsdaten per 31.07.2025; Wirtschaftsprognosen vom 31.07.2025; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.