



Im Herbst gibt es viele Chancen

Die Weltwirtschaft befindet sich inmitten einer Phase, in der es darum geht, Erfindungen zu adaptieren und die Produktivität zu erhöhen. Trotz grossen Schwankungen bei Technologie-Aktien und in mit KI-verbundenen Unternehmensbewertungen betrachten wir die realen Entwicklungsmöglichkeiten als eine grosse Chance. Gewiss befinden sich insbesondere die (Halbleiter-)Märkte derzeit in einem rauen Wechselspiel zwischen Gier und Angst der Investoren. Zahlreiche Anleger haben ihre Positionen mit Fremdkapital gehebelt («Leverage») und Hedge Funds verstärken häufig die Momentum-Richtung nach oben (in den Monaten April bis Juni) und nun nach unten (Juli). Deshalb «retten» manchmal selbst gute Quartalsberichte die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen

nicht vor einem unerwarteten Rückgang. Aber das ist nur die Oberfläche.

Wir interessieren uns mehr für das fundamental Darunterliegende. Da analysieren wir akribisch die einzelnen Faktoren der Unternehmens-, Umsatz-, Margen- und Gewinnentwicklung. Wir erkennen im Allgemeinen nach wie vor einen mancherorts euphorischen und anderenorts demütigen Optimismus der Einkaufsmanager aufgrund ihrer gegenwärtigen Auftragslage. Gerade in Europa hängen die Erwartungen an die Gewinne oftmals so tief, dass es nicht verwundert, dass die meisten Halbjahresberichte bislang die Schätzungen der Analysten übertreffen konnten.

Defensive Rotation im Juli

Die Kapitalmärkte zeigten sich im Juli von einer tiefgreifenden Angst rund um eine allfällige KI-Blase gezeichnet. Sie schlossen ihre teils stark gehebelten, globalen Wetten auf Halbleiteraktien und auf weitere KI-bezogene Technologiewerte ab. Das führte zu einem massiven Rückgang des amerikanischen Halbleiterindex SOX (-20.6%) und des südkoreanischen Kospi (-22.2%). Der europäische Tech-Index (STXE 600 Technology -7.3%) fiel ähnlich wie der amerikanische Nasdaq 100 (-6.6%). Der Schwellenländer-Index (-3.3%) hatte einige schlechte Tage hinter sich, beendete den Monat allerdings nur leicht im Minus.

Profitiert von der Rotation in defensive Werte haben die europäischen Aktienindizes, z. B. der deutsche DAX (+2.5%) und der französische CAC40 (+1.3%). Der Schweizer SMI (+1.1%) verzeichnete einen guten Monat und unterschied sich erheblich vom Weltaktienindex (+0.5%). Die defensive Rotation fand nur innerhalb der Anlageklasse Aktien statt. In den tiefsten Risikoklassen spürte man davon

nichts, im Gegenteil: Diese waren geprägt von Verlusten auf Nominalanlagen. Die Anleihen erzielten auch im Juli aufgrund der global erhöhten Inflationsraten verhältnismässig starke Verluste. Der Swiss Bond Index verlor innert Monatsfrist (-1.1%) immerhin etwas weniger als der Weltanleihensindex (-1.4%).

In der tiefsten Risikoklasse (R1: -0.5%) müsste man zur bisherigen Gesamtrendite seit Jahresbeginn auch noch das Verrechnungssteuerguthaben von 0.4% dazuzählen. Die höheren Risikoklassen erhöhten sich im misslichen Umfeld des Monats Juli leicht und liegen seit Jahresbeginn im Plus (R3: +0.7%, R4: +1.8% und R5: +3.4%). Die dividendenbetonte Strategie legte im Juli (RDividenden: +1.8%) am meisten zu. Deren Gesamtrendite nach sieben Monaten (+6.1%) dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte weiter ausdehnen.

Die erfreulichsten Renditen erzielten unsere DecarbRevo-Lösungen (+10.3% bis +14.2% seit Jahresbeginn), die sich aufgrund der engen Thematik als Depotbeimischung eignen.

Vorwiegend einzelstitelbasierte Strategien.
ergänzt durch ETFs und Investmentfonds

Wertentwicklung der Strategien*

	Juli 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz R1	-0.5%	-1.2%
Zugerberg Finanz R2	+0.1%	-0.2%
Zugerberg Finanz R3	+0.0%	+0.7%
Zugerberg Finanz R4	+0.2%	+1.8%
Zugerberg Finanz R5	+0.5%	+3.4%
Zugerberg Finanz RDividenden	+1.8%	+6.1%
Zugerberg Finanz Revo1	-0.2%	-1.1%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.3%	-0.5%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.3%	+0.5%
Zugerberg Finanz Revo4	+0.5%	+1.6%
Zugerberg Finanz Revo5	+0.7%	+2.8%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+1.9%	+5.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-2.5%	+10.3%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-2.7%	+12.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-2.8%	+14.2%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

Wertentwicklung der Strategien*

	Juli 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.7%	-2.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-0.2%	-1.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.0%	-1.0%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.1%	-0.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.4%	+0.9%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R5	+0.5%	+3.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit RDividenden	+1.8%	+6.1%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

Wertentwicklung der Strategien*

	Juli 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.2%	-1.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.3%	-0.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.3%	+0.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.5%	+1.6%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.7%	+2.8%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+1.9%	+5.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-2.5%	+10.3%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-2.7%	+12.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-2.8%	+14.2%

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

Makroökonomie

Fortgesetzte Hoffnungen für das zweite Halbjahr



Mikrochip-Produktion auf einem «Wafer», einer dünnen Scheibe aus Halbleiter-Material, meist Silizium (Bildquelle: stock.adobe.com)

Die Folgen des von den USA lancierten Krieges im Nahen Osten sorgten weltweit für höhere Energiepreise und Transportkosten, steigende Inflationszahlen und eine eingetrübte Konsumentenstimmung. Das hinterliess bei Konsumgüterunternehmen deutlichere Spuren als bei Pharmaunternehmen. Krankheitsbilder sind erfahrungsgemäss konjunkturresilient. In der Automobilbranche gingen die Absatzzahlen weltweit zurück. Im Maschinenbau wie auch in der Robotik gab es teils neue Rekordaufträge rund um Produktionsautomation, teils kam es jedoch auch zu kriegsbedingten Auftragsverzögerungen und verschobenen Investitionsvorhaben.

Insgesamt lässt sich das makroökonomische Bild nicht so einfach einfangen. Sowohl länder- wie auch branchenspezifisch blieb nach dem ersten Halbjahr unklar, ob die publizierten Ergebnisse mehr von unternehmensspezifischen Erfolgsfaktoren oder stärker von makroökonomischen Ereignissen (Energiepreisschock usw.) geprägt wurden. Selbst die Zentralbanken sind am Rätseln. In den USA wurde sogar offenkundig darüber berichtet, wie uneinig man sich im Leitzins festlegenden Offenmarktausschuss gewesen sei.

Manche Mitglieder wollten auf die vom US-Präsidenten herbeigeführte Inflation mit einer Leitzinserhöhung reagieren, als könne man damit den Krieg im Nahen Osten und daraus abgeleitet die Energiepreise beeinflussen. Interessant an den USA ist ohnehin, dass die Wirtschaft primär von den immensen Kapitalinvestitionen im Zusammenhang mit KI-Geschäftsmodellen und Data Center abhängt. Deren Erklärungskraft umfasst rund 60% bis 70% des BIP-Zuwachses im ersten Halbjahr. Ohne diese Investitionen stünden die USA am Rande einer Rezession.

In Europa erweist sich der europäische Binnenmarkt seit mehr als 30 Jahren als echter Wohlstandsbringer. Manche Länder wie Polen nutzen das besser als andere, deren politische Führung wie in Ungarn bis vor kurzem darin bestand, jede Geldtransferleistung in die eigene Tasche zu wirtschaften. Inzwischen wollen mehr südosteuropäische Länder in diesen Binnenmarkt und selbst das insulare Grossbritannien sehnt sich wieder zurück nach einfacheren Regeln im Waren- und Dienstleistungsaustausch mit Kontinentaleuropa.

Europa hat weiterhin viel Potenzial, um seine Erfolgsstory fortzuschreiben und die Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Aufgrund der Altersstruktur verfügt Europa über hohe Ersparnisse, die verstärkt in produktive Investitionen und innovative Unternehmen fliessen sollten. Apple-Gründer Steve Jobs hat einmal gesagt: «Design is not just what it looks like [...]. Design is how it works.» Das gilt natürlich auch für das Policy Design in der Europäischen Union. Um an einem Strang zu ziehen, gilt es, nicht allein die nationale Brille aufzusetzen, sondern auch die Vorteile für Europa in den Blick zu nehmen. Letztlich profitieren alle davon, auch die Schweiz.

Aber am Ende müssen wir uns darüber im Klaren sein, wenn wir uns fragen, ob unsere Volkswirtschaften noch mithalten können – beispielsweise mit der rasanten Entwicklung von Hightech-Produktion und Automation in China: Nicht ein Land oder eine Branche ist wettbewerbsfähig oder eben nicht. Diese Sichtweise ist irreführend. Wettbewerb findet nicht zwischen abstrakten Systemen statt. Er findet zwischen Unternehmen statt – in konkreten Märkten und mit konkreten Kundinnen und Kunden. Wettbewerbsfähig wird man, indem sich ein Unternehmen dem Wettbewerb stellt, aus Erfolgen und Fehlern lernt und sich kontinuierlich anpasst.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Der KOF-Konjunkturbarometer stieg im Juli 2026 auf 103.5 Punkte. Die Schweizer Wirtschaft dürfte im laufenden Jahr ein reales Wachstum von 1.2% erzielen (SNB).
Eurozone, Europa	↗	↗	Die Wirtschaft wächst 2026 und zeigt sich widerstandsfähig, angetrieben von moderater Expansion, einem stabilen Arbeitsmarkt und regionalen Champions.
USA	↗	↗	Im 2. Quartal wuchs das reale BIP (+1.5% vs. Vorjahr) nur knapp. Wenn es hoch kommt, wächst die Wirtschaft im gesamten Jahr um 2.0%; 2027 eher weniger.
Rest der Welt	↗	↗	Die grosse Enttäuschung bleibt das schwache Wachstum in China. Die Investitionen in Anlagen (-6%) und Immobilien (-18%) waren stark rückläufig.

Liquidität, Währung

Der Dollar in einem Zwischenhoch



Der US-Dollar vs. Schweizer Franken von August 2022 bis Juli 2026 (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Dollar bewegt sich kriegs- und energiepreisbedingt seit Frühjahr 2026 in einem Zwischenhoch. Mit knapp 0.81 Franken pro Dollar liegt der Wechselkurs jedoch deutlich tiefer als vor vier Jahren, als er noch bei 1.00 Franken lag. Die hohe Differenz bei den gegenwärtigen Inflationsraten in den USA (3.5%, Tendenz steigend) und in der Schweiz (0.6%, Tendenz stabil) sowie die hohen Absicherungskosten (17% in den vergangenen vier Jahren für den Franken-Investor) am Kapitalmarkt sind gute Indikatoren, dass sich die Abwertung des Dollars mittelfristig fortsetzen dürfte.

Der Wechselkurs zum Dollar wird wesentlich geprägt durch die Kommunikation der US Federal Reserve (Fed). Unter ihrem neuen Vorsitzenden Kevin Warsh erhöhte sich die Unsicherheit, wohin sich die amerikanische Geldpolitik bewegen wird. Das ist zu Beginn einer Amtsperiode nicht unüblich. Das Steuern der geldpolitischen Erwartungshaltung wurde zudem erschwert, weil gleich fünf neue Kommissionen eingesetzt wurden, um die Geldpolitik und deren Kommunikation zu überprüfen.

Die Entscheidung, den Leitzinssatz in den USA nicht zu erhöhen, ist weithin erwartet worden. Das allein hätte die Märkte nicht erschüttert. Vielmehr war es die Art und Weise, wie Warsh diese Entscheidung interpretierte (es gab immerhin drei abweichende Auffassungen, die eine Zinserhöhung anstrebten) und kommunizierte. Es sind die Anleihenhändler, welche die Erklärungen genau analysieren, um die zukünftige Richtung der Inflation und der Geldpolitik vorherzusagen. Infolgedessen haben die Fed-Entscheidungen und deren

Erklärungen einen entscheidenden Einfluss auf die aktuellen Marktzinsen.

Anleihenshändler glauben inzwischen mehrheitlich, dass sich Kevin Warsh als von Donald Trump nominierter Fed-Chef voll und ganz für niedrigere Zinsen einsetzt. Das ist sein gutes Recht, und dafür gäbe es auch gute Gründe. Nur wurden diese nicht dargelegt und erklärt. Die Kerninflation in den USA bewegt sich bei lediglich 2.6%. Das ist relativ nah bei der geldpolitischen Zielsetzung von «durchschnittlich 2%».

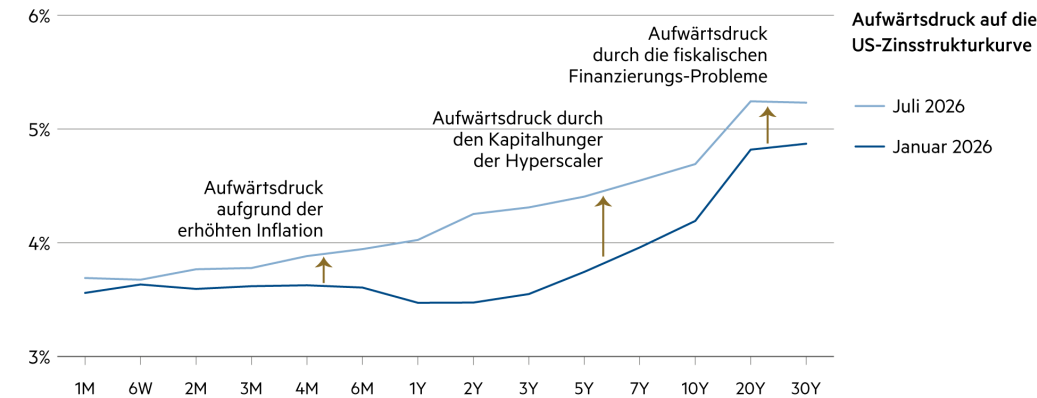
Dennoch mochte der Anleihenmarkt den Auftritt von Warsh nicht und zahlreiche Händler trennten sich von ihren langfristigen Anleihen. Sie nahmen wohl an, dass eine gute Chance bestünde, dass die Fed dabei sei, die Zinsen zu lange zu niedrig zu halten und dadurch die Inflation anheizen würde. Der Schock der Anleiheanleger von 2022 sitzt noch allen im Nacken.

Warshs Bemerkungen führten dazu, dass der Markt seinem Engagement zur Inflationsbekämpfung misstraute. Das liess die Kurse fallen und die Rendite steigen. Die Rendite der 30-jährigen Anleihen schnellte in die Höhe und erreichte mit 5.3% den höchsten Wert seit 19 Jahren, satte 43 Basispunkte mehr als zu Jahresbeginn. Das ist zwar «nur» eine Renditedifferenz von 9%, aber aufgrund des Zinseszinsseffekts führt dies über die gesamte Laufzeit einer 30-jährigen Anleihe zu einem gegenüber Jahresbeginn um 17% erhöhten Schuldendienst. Die wachsende Zinsdifferenz zum Schweizer Franken ist gewiss ein weiterer Grund, weshalb der Dollar sich längerfristig abwerten wird.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Sichteinlagen der Geschäftsbanken bei der SNB, welche über dem Schwellenwert liegen, werden weiterhin klar negativ verzinst (-0.25%).
Euro / Schweizer Franken	→	→	Mit 0.93 zeigt sich der Euro auch per Ende Juli relativ stark und unverändert gegenüber dem Jahresbeginn – trotz höherer Inflationsraten und höheren Zinsen.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Mit 0.8075 liegt der Wechselkurs USD/CHF Ende Juli fast unverändert auf dem Niveau des Vormonats: Es dürfte sich mittelfristig als Zwischenhoch erweisen.
Euro / US-Dollar	→	↗	Mit 1.15 liegt der Kurs weiterhin über dem Durchschnitt der vergangenen 5 Jahre. Die Fed verkaufte zuletzt den starken Euro, um den schwachen Yen zu stützen.

Anleihen

Aufwärtsdruck bei den Zinsen



Aufwärtsdruck auf die Zinsstrukturkurve am Beispiel der USA im Januar vs. Juli 2026 (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Zinsstrukturkurven liegen weltweit höher als zu Jahresbeginn. Am Beispiel der hochliquiden US-Schatzanleihen lässt sich das am einfachsten erklären. Am kurzen Ende verursachten die zoll- und kriegsbedingt erhöhten Inflationsraten einen Anstieg um noch moderate 20 Basispunkte. Am langen Ende liegen die Renditen rund 43 Basispunkte höher als zu Jahresbeginn. Die Rendite der 30-jährigen Schatzanleihen sind mit 5.3% auf das höchste Niveau seit 19 Jahren gestiegen. Am stärksten war jedoch der Anstieg bei den 2- bis 5-jährigen Anleihen. Da lag der Zuwachs bei sehr hohen 82 respektive 72 Basispunkten.

Häufig blicken die Anleger auf die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen. Diese haben seit Jahresbeginn überall erheblich zugelegt. In den USA und in Grossbritannien liegen die Renditen knapp 60 Basispunkte höher, d. h. die Anleihe renditen sind in den USA von unter 4.2% auf über 4.7% gestiegen, in Grossbritannien von 4.4% auf 5.0%. In Japan war der Anstieg mit 71 Basispunkten stärker, in Deutschland mit 35 Basispunkten schwächer. In der Schweiz waren es 16 Basispunkte.

Bei den kürzerfristigen Anleihen waren die Renditeanstiege ausgeprägter. In Grossbritannien stiegen die Renditen der 2-jährigen Staatsanleihen von 3.7% auf 4.4%, in Deutschland von 2.2% auf 2.8% und in Frankreich von 2.2% auf 3.0%. Das hängt vor allem mit dem Kapitalhunger der Hyperscaler zusammen, die weltweit Liquidität aus den diversen Kapitalmärkten aufsaugten, um ihre immensen Investitionen zu finanzieren. Sie verteuerten damit nicht nur die

Unternehmensanleihen per se, sondern zogen für ihre Cloud-Lösungen die Zinsstrukturkurve vor allem in der Mitte in die Höhe. Damit erschweren sie zugleich die Refinanzierung der ohnehin schon hoch verschuldeten Staaten.

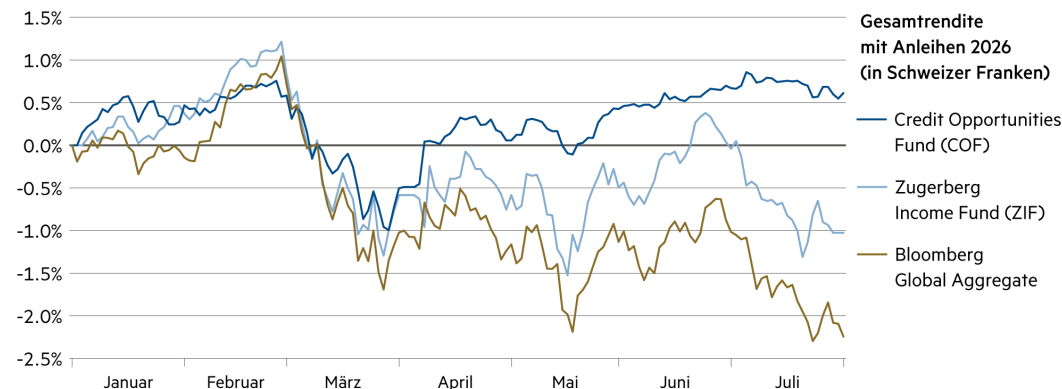
Es waren erst sieben Wochen vergangen, seit der neue Vorsitzende der US Federal Reserve (Fed) Kevin Warsh versprach, den Ruf der Zentralbank als Inflationsbekämpferin wiederherzustellen. Doch als er vor einer Woche ans Rednerpult trat, um zu erklären, warum die Fed weiterhin nichts an den Leitzinsen ändern würde, waren viele Analysten verwirrt. Es war die mangelnde Glaubwürdigkeit in den Aussagen Warshs, welche Händler dazu veranlasste, die am längsten laufenden Staatsanleihen abzustossen. Deshalb sind die Renditen der 30-jährigen Treasuries auf 5.3% angestiegen – das höchste Niveau seit 19 Jahren. Diese hohen Renditen beinhalten gewissermassen eine langfristige Inflationsrisikoprämie aufgrund der geldpolitischen Unsicherheit.

Es ist sogar offen, ob unter Warsh das Inflationsziel der Fed von «durchschnittlich 2%» geändert wird, bevor die US-Wirtschaft zur 2%-Inflation zurückkehrt. Eine hohe Inflation sorgt für eine reale Entschuldung. Weil die fiskalischen Probleme in den USA hoch sind, bleibt der Blick auf eine dauerhaft erhöhte Inflation von einem gewissen Reiz. Unmittelbar nach der Rede von Kevin Warsh verlor der Dollar gegenüber dem Franken 1.5% an Wert. Den Dollar gegenüber dem Franken abzusichern, kostet derzeit rund 4% jährlich.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	➔	➔	Insbesondere in den USA bereiten die hohen Haushaltsdefizite und ein wachsender langfristiger Finanzierungsbedarf Sorgen. Deshalb stiegen die Renditen auf 5.3%.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Gemäss dem iTraxx Europe Index blieben die Kreditrisikoprämien praktisch stabil. Nur im Bereich der Hyperscaler wie Oracle gab es zusätzliche Risikoaufschläge.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Der iTraxx Europe Crossover Index schoss während der Eskalation im Nahen Osten auf 362 Basispunkte hoch und liegt nun wieder bei moderaten 261.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Schwieriger Juli für Anleihen



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

Der Weltanleihensindex fiel im Juli wieder zurück in die Nähe seines bisherigen Jahrestiefst am 19. Mai (-2.2%) und beendete den Juli bei -2.2%. Der Swiss Bond Index kehrte aufgrund der höheren Renditen auf Staatsanleihen auch wieder in die negative Zone (-0.3%) zurück und liegt noch immer deutlich tiefer als vor fünf Jahren (-2.9%). Der Zugerberg Income Fund (-1.0%) bewegte sich im bisherigen Jahresverlauf sehr ähnlich wie der Swiss Bond Index. Beim Credit Opportunities Fund waren die Schwankungen (aufgrund des bescheideneren Durchschnittsratings eher kontraintuitiv) geringer. Der COF liegt auch nach wie vor leicht im Plus, was unter Anleihensfonds in diesem Jahr selten geworden ist.

In den ersten sieben Monaten kamen nicht nur die Staatsanleihen unter die Räder. Auch die Unternehmensanleihen litten mit und erschwerten das aktive Portfoliomanagement von Staats- und Unternehmensanleihen.

Eine zentrale Beobachtung in den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres war das verstärkte Engagement der Hyperscaler mit Emissionen in vielen Ländern und Währungen. Wer allerdings früh investierte, hatte nicht unbedingt eine glückliche Hand. Oracle beispielsweise emittierte im September 2025 eine 30-jährige Anleihe mit einem Coupon von 5.95% im Umfang von 3.5 Milliarden Dollar. Das Rating schien noch solide, die Aussichten ebenfalls. Doch der Kurs fiel seit der Emission vor zehn Monaten um 22%, d. h. trotz der aufgelaufenen Zinsen ergibt sich bis heute ein negativer Gesamtsertrag von -17.2%.

Wir haben uns damals entschieden, die Anleihe nicht ins Portfolio

aufzunehmen, obschon sie in die passiven Anleihenindizes aufgenommen wurde. Das macht auch aus einem weiteren Grund Sinn. Wenn der Privatanleger einen Coupon von 6% erzielt, muss er ungefähr einen Drittel davon (rund 2%) als Zinseinkommen versteuern. Weil wir grundsätzlich fremde Währungen in den Zugerberg Anleihenslösungen absichern und dies im Falle des Dollars rund 4% pro Jahr kostet, würde unter dem Strich kaum etwas für den Investor übrigbleiben – ausser dem Risiko eines Kursverlusts. Diese relativ einseitige Asymmetrie versuchen wir mit einer intelligenten Portfoliogestaltung zu umgehen.

Eine Massnahme besteht darin, vermehrt das Kapital im Franken-Anleihensmarkt zu platzieren. Allerdings handelt es sich dabei um einen (global betrachtet) winzigen Markt mit einer beschränkten Liquidität, welcher den Einsatz von Optimierungsalgorithmen kaum zulässt. Eine zweite ist, Anleihen zu bevorzugen, welche im Bereich von 85 bis 95 handeln. Erfolgt die Rückzahlung bei 100, ist zumindest ein Teil der Gesamtrendite einkommenssteuerbefreit. Weitere Massnahmen ermöglichen, auch in einem anspruchsvollen Finanzmarktumfeld kleine Erfolge zu erzielen.

Häufig wird die Komplexität in der Selektion von Unternehmensanleihen unterschätzt. Im Vergleich zu Aktien ist die Datenstruktur allerdings wesentlich komplexer, da einzelne Anleihen vom selben Unternehmen über unterschiedliche Ausgestaltungsmerkmale wie Laufzeiten, Coupons, Ränge und Ratings, Konvexität usw. nicht direkt vergleichbar sind. Zudem wird der Kurs vor allem bei Anleihen im ZIF stark durch das systemische Zinsrisiko dominiert. Bei Anleihen im COF dominiert das Kreditrisiko.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2026 (seit Jahresbeginn)	-1.0%	+0.6%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-7.4% (-0.9%)	+39.6% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	58%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	96 BP (-1 BP)	352 BP (unv.)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A-	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Infrastrukturvorhaben nehmen zu



Ausbau von Verkehrsinfrastruktur (Bildquelle: stock.adobe.com)

Investitionen in Infrastruktur werden derzeit mehr von privaten Finanzierungsgefässen als von kotierten Unternehmen getätigt. Natürlich gibt es die grossen Konzessionäre wie die börsennotierte Vinci, die mit ihren 294'000 Mitarbeitern in mehr als 120 Ländern Flughäfen, Mautstrassen und Energielösungen betreiben. Aber noch stärker und vor allem kapitalkräftiger sind die Privatmarktinvestoren wie Partners Group.

Im Infrastrukturbereich gibt es riesige Dimensionen. Rund 3'000 Milliarden Dollar sollen in den nächsten fünf Jahren jährlich (!) in den Bereich erneuerbare Energie investiert werden. Im Bereich der Data Center kommen wir mindestens auf weitere 3'000 Milliarden Dollar, die kumuliert bis 2030 investiert werden, lassen uns die Hyperscaler wissen. Hinzu kommen Aufwendungen für Transportwege (Eisenbahnlinien, Strassen, Häfen, Flughäfen) sowie für die tägliche Wasser- und Abwasserversorgung. In zahlreichen Projekten muss man zwar in Jahren handeln, aber zwingend in Dekaden denken.

Bei der Infrastruktur handelt es sich um eine Anlageklasse, die sich von Immobilien deutlich unterscheidet. Zum Investieren kann man sich für kotierte Aktien, kotierte Fonds und ETFs einerseits entscheiden oder andererseits für nichtkotierte Vehikel von Privatmarktanbietern. Der grösste Anbieter weltweit ist die kanadische Gesellschaft Brookfield, die derzeit rund 175 Milliarden Dollar im Infrastrukturbereich bewirtschaftet (von insgesamt 614 Milliarden Dollar Assets). Brookfield ist bekannt dafür, dass sie in allen operativen

Geschäftsfeldern resiliente freie Cashflows erzeugt und allein im Jahr 2025 rund 108 Milliarden Dollar an Neugeld-Zusagen generierte. Ein Schwerpunkt der Zukunft dürfte die KI-Infrastruktur sein.

Beim Privatmarktinvestor Partners Group ist Infrastruktur inzwischen der zweitgrösste Bereich und das Portfolio weicht von jenem von Brookfield ab, aber die Ambitionen bleiben ebenfalls sehr hoch. Allein per Ende Juni konnte eine Finanzierungsrunde von 20 Milliarden Dollar abgeschlossen werden: 15 Milliarden Dollar sind für Direktanlagen in Infrastrukturprojekten vorgesehen, 5 Milliarden Dollar für sogenannte Sekundärmarkt-Transaktionen, wobei ursprünglich das Ziel bei 3 Milliarden Dollar lag. Das Vertrauen in die Anlagekompetenz ist somit weiterhin gegeben.

Insgesamt verwaltet Partners Group schon über 40 Milliarden Dollar im Infrastrukturbereich. Bis ins Jahr 2033 sollen es mehr als 100 Milliarden Dollar werden. Das Prinzip ist wie in Private Equity: Der Manager erwirbt eine Beteiligung, beeinflusst aktiv deren Entwicklung, um sie zu einem späteren Zeitpunkt über einen Börsengang oder einen Weiterverkauf möglichst gewinnbringend wieder zu verkaufen. Partners Group beispielsweise setzt auf Energieversorger der nächsten Generation, um damit indirekt vom Boom der KI-Data-Center zu profitieren.

Ein weiteres Feld von Infrastruktur entwickelt sich im Weltraum, z. B. mit einer Satellitenflotte. Es gibt längst nicht nur Starlink. Weitere Dienstleister drängen in diesen Markt, die gewissermassen die technische Infrastruktur für eine moderne KI-Welt erbringen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→↗	↗	SARON-Hypotheken dürften noch einige Quartale günstig bleiben, was die Wohnkosteninflation dämpfen wird und die Baubranche strukturell wachsen lässt.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↗	↗	Im kommerziellen Liegenschaftsmarkt sind die Renditeaussichten höher und die Transaktionspreise (gemessen an den Cashflows) tiefer. Aber die Risiken sind auch da.
Immobilienfonds CH	→	→↗	Die Schweizer Indizes (SWIT: -0.4% seit Jahresbeginn; CHREF: +0.1%) können als strukturell hochbewertete Anlageklasse weiterhin keine neuen Investoren gewinnen.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Stabile, konjunkturunabhängige Erträge und langfristiger Inflationsschutz sind die beiden gewichtigsten Eigenschaften, weshalb Pensionskassen bis 10% darin investieren.

Aktien

Anhaltend hohe Schwankungen

Das Wechselspiel zwischen Gier und Angst neigt durch den Einsatz vieler Leveraged-ETFs und Algorithmen zu rekordverdächtigen Schwankungen in KI-bezogenen Aktien. Mal fällt IBM an einem Tag 25%, dann schnellst Microsoft wenige Tage später um 18% in die Höhe und einen Tag später steigt sogar der ganze südkoreanische Index um 18%. Allerdings verlor er zuvor in rund fünf Wochen 39% – die schlimmste Periode seit Oktober 2008. Im Juli entwich aus allfälligen KI-bezogenen Blasen einiges an Luft, weil zahlreiche Unternehmen keinen überzeugenden Monetarisierungspfad für ihre anhaltend hohen KI-Investitionen darlegen konnten. Bei Amazon war es genau umgekehrt, weshalb die Aktie gleich einen Sprung um 18% machte.

Realwirtschaftlich gibt es für Aktien weiterhin viel Potenzial. Die Bewertungsniveaus bleiben insgesamt vernünftig. Es gibt einzelne Segmente, die spekulativen Investoren ausgeliefert sind. Dort erleben die Märkte schier unglaubliche Schwankungen.

Aber es gibt auch Märkte, die sich fernab von Chip- und KI-bezogenen Nachrichten solide weiterentwickelten und das in Zukunft auch weiterhin tun dürften. Wenn wir die Gewinnrendite beispielsweise in der Schweiz betrachten, so liegt diese 6% über der Inflationsrate. Das sind herrliche Perspektiven für einen Realwertzuwachs für langfristig orientierte Anleger.

Der Schweizer Aktienmarkt nahm es im Juli tatsächlich etwas gemächlicher und zeichnete sich eher durch einen rhythmischen Herzschlag aus. Ein Kardiologe hätte seine Freude daran: Ohne grössere Schwankungen erzielte er eine stattliche Rendite (+1.1%) und sorgte nach dem kriegsbedingten Taucher im März (-8.8%) zum vierten Mal hintereinander für eine positive Monatsperformance.

Der Swiss Market Index (SMI) erklomm gegen Ende des Monats mit 14'535 Punkten sogar ein neues Allzeithoch und liegt seit Jahresbeginn (+8.1%) deutlich im Plus. Im Juli zählten Sika (+9%) und Swiss Life (+7%) zu den positiven Überraschungen im SMI, Amrise (-6%) und ABB (-9%) zu den negativen. Zwei Schwergewichte Nestlé (-2%) und Novartis (unv.) trugen nichts zum SMI bei, während Roche

(+6%) mit seiner Pipeline von bis zu 19 Medikamenten, die bis ins Jahr 2030 neu lanciert werden könnten, den SMI in die Höhe zog.

Nach sieben Monaten liegt der Euro Stoxx 50 (+9.8%) ebenfalls etwas höher. Auch die volatilen US-Märkte vermochten nicht mitzuhalten. Der technologiebezogene Nasdaq (+9.2%) liegt minim unter dem breiten S&P 500 (+9.4%), aber gleichauf mit dem Dow Jones mit seinen typischen US-Aushängeschildern unter den Aktien (+9.2%).

In den USA erfolgte die mit Abstand beste Berichtssaison seit Jahren, insbesondere bei Technologiekonzernen. Manche Analysten fanden zwar immer ein Haar in der Suppe, doch insgesamt hat der KI-Boom die Gewinnerwartungen deutlich übertroffen, was darauf hindeutet, dass der Rückgang bei den Chipaktien wohl etwas übertrieben war.

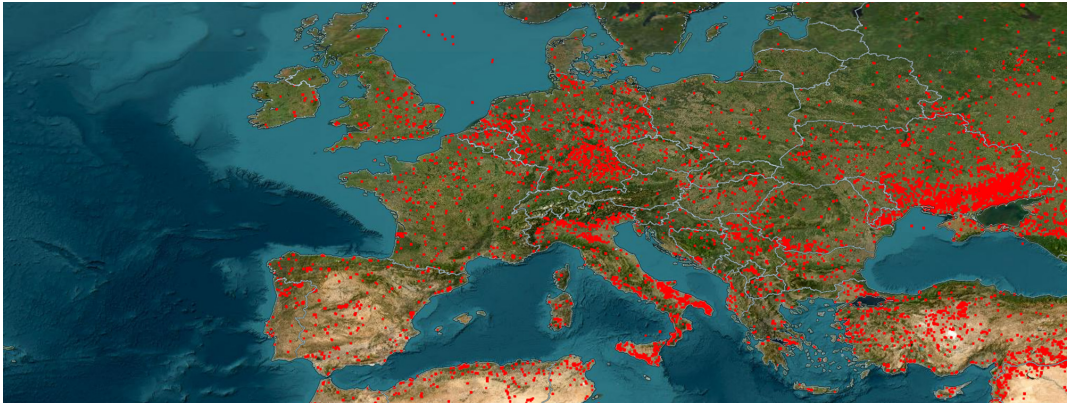
Beim S&P 500 liegen die Umsatzprognosen pro Aktie in den kommenden beiden Jahren bei rund +8% (also rund 4% mehr als die Inflation) und die Gewinnprognosen bei rund +12% (2026/27) und +11% (2027/28). Die Cashflow-Prognosen sind durch die zyklusgetriebenen Data-Center-Investitionen keine verlässlichen Indikatoren. Aber die eher tiefen, aus den Prognosen abgeleiteten Kurs-Gewinn-Verhältnisse für die Jahre 2027 (18) und 2028 (16) deuten darauf hin, dass es im Aktienmarkt selbst dann noch ein Aufwärtspotenzial gibt, wenn die Wirtschaft – wie es in den USA gerade der Fall ist – eher etwas abkühlt.

In Europa nimmt die wirtschaftliche Dynamik zu. Da liegen die Inflationsraten tiefer und deshalb auch die Umsatzprognosen (+5%; nur rund 2% mehr als die Inflation). Vor allem aber wird den europäischen Aktien im Stoxx Europe 600 ein geringes Potenzial beim langfristigen Wachstum beigemessen. Aber die Gewinnprognosen von rund +9% (2026/2027) und +15% (2027/2028) sind vielversprechend, weil die Bewertungen tief liegen. Diese ergeben ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14 im Jahr 2027 und ein KGV von 12 für 2028 – bei satten Dividendenströmen zwischen 3% und 4%.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Der Swiss Market Index (SMI) erklomm gegen Ende des Monats mit 14'535 Punkten ein neues Allzeithoch.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Im Juli lagen Energietitel (+9%) vor Banken (+6%) sowie Finanzdienstleistern, Versicherungen und Autos (je +5%); Technologie (-7%) war am schwächsten.
Aktien USA	↗	↗	Die Technologieführer nach 7 Monaten: Amazon (+18%), Apple und Alphabet (je +14%) und Nvidia (+8%). Im Minus sind Microsoft (-3%), IBM (-24%), Tesla (-31%).
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Unter den Schwellenländern enttäuscht weiterhin China (MSCI China -7% YTD), während sich Indien von seinen Tiefstwerten erholen konnte.

Alternative Anlagen

Versicherer bereiten sich vor



Feuer in Europa vom 28.07. bis 03.08.2026 (Bildquelle: NASA, Fire Information for Resource Management System, 03.08.26)

Die Versicherer bereiten sich auf eine neue Ära des Katastrophenrisikos in Europa vor, das durch die steigenden Temperaturen auf dem sich am schnellsten erwärmenden Kontinent der Welt angeheizt wird. Versicherer, Rückversicherer und Makler prognostizieren steigende Prämien und höhere Schäden im Zusammenhang mit Naturkatastrophen. Sie betrachten die jüngsten Hitzewellen nicht als vorübergehenden Schock, sondern als langfristigen Trend.

Das Swiss Re Institute stellt fest, dass Waldbrände weltweit mittlerweile die am schnellsten wachsende Wettergefahr darstellen. Aktuariell wird es nun spannend, inwieweit man marktanteils- oder ertragsorientiert ist. Swiss Re gibt, was uns beim jüngsten Treffen mit dem CFO beeindruckt hat, lieber Marktanteile auf, als undiszipliniert Verträge einzugehen, deren Prämien nicht die gesamten Kosten (Schäden, Betriebs- und Eigenmittel) decken. Es ist offensichtlich, dass wir in ein Zeitalter unaufhaltsamer Waldbrände eingetreten sind. Eine Gefahr besteht, dass im Herbst die Politik die Wälder erneut vergisst. Forstleute pflegen zu sagen: «Sommerbrände bekämpft man im Winter.» Aber Prävention, die viel Geduld und Geld benötigt, wird dann oftmals wieder vernachlässigt.

Das hat viele Ursachen, auf die wir hier nicht eingehen werden, aber eines ist in der Branche klar: Die veränderte physikalische Realität geht auch mit höheren finanziellen Belastungen einher. Die Verluste durch Waldbrände gehen weit über Sachschäden hinaus. Da sind regelmässig Spanien, Frankreich, Griechenland und Italien betroffen. Aber selbst Regionen Europas, die sich bisher als zu weit nördlich

und somit in Sicherheit wähnten, sind gefährdet. Feuergefahren herrschen bis nach Skandinavien und Grossbritannien.

Klimarisiken zu beherrschen wird zu einem Wettbewerbsvorteil. Allerdings bieten historische Daten keine ausreichende Grundlage mehr für die Berechnung von Verlustwahrscheinlichkeiten. Es geht vielmehr um die Nichtlinearität, die man mit zukunftsorientierten Szenarioanalysen abzubilden versucht. Zudem dient der Kapitalmarkt der Branche, vermehrt Risiken zu übertragen, beispielsweise mit Katastrophenanleihen und anderen versicherungsgebundenen Wertpapieren. Aber fast immer ist nur ein Teil versichert. Die Waldbrandsaison 2025 in Spanien führte zu wirtschaftlichen Verlusten von fast 5 Milliarden Euro, von denen nur 1 Milliarde Euro versichert war. Deshalb müssen wir auch dringend Massnahmen erwägen, die darauf ausgerichtet sein müssten, von vornherein vor Verlusten zu schützen, anstatt Verluste im Nachhinein umzuverteilen.

Allianz, Europas grösster Erstversicherer, erklärte jüngst, dass die Hitze die Risikomuster in der Region verändert hätte, da die Temperaturen hier doppelt so schnell steigen wie im Rest der Welt. «Extremwetter und Rekordtemperaturen führen zu deutlich erhöhten Waldbrand- und Dürreerisiken», sagte Matthias Trüstedt, globaler Leiter des Bereichs Sach- und Haftpflichtversicherung bei Allianz. Man arbeite immer mehr mit den Kunden zusammen, um sie vor Verlusten zu schützen. In Spanien führte Allianz einen KI-gestützten, satellitengesteuerten Waldbrand-Warndienst ein und benachrichtigte Tausende von Kunden.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗↘	→↗	Der Bloomberg Commodity Index liegt Ende Juli mit 132.1 (+20.4% seit Jahresbeginn) wieder deutlich höher als anfangs Monat mit 123.2.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Gold dient als langfristige Absicherung in risikoaversen Portfolios gegen geld-, fiskal- und geopolitisch bedingte Unsicherheit.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	Swiss Re strebt eine Schaden-Kosten-Quote von weniger als 85% an. Das erfordert eine strenge Disziplin im Underwriting-Prozess und macht sie zum Dividententitel.
Private Equity	→	↗	Partners Group weist mit rund 10% Anteil die höchste Quote von Leerverkäufern im SMI aus. Positive Überraschungen haben deshalb Katapult-Potenzial.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)			Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)			
Aktien		31.07.2026	07/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
SMI	CHF	14'346.1	+1.1%	+8.1%	+14.4%	+4.2%	+3.8%
SPI	CHF	20'161.2	+0.7%	+10.7%	+17.8%	+6.2%	+6.1%
DAX	EUR	25'629.2	+3.5%	+4.8%	+21.6%	+20.4%	+13.1%
CAC 40	EUR	8'509.6	+2.2%	+4.5%	+9.4%	-1.0%	+9.6%
FTSE MIB	EUR	52'172.5	+1.9%	+16.3%	+30.0%	+14.1%	+20.4%
FTSE 100	GBP	10'868.1	+5.2%	+11.7%	+14.1%	+12.1%	-0.3%
EuroStoxx50	EUR	6'358.0	+1.4%	+9.8%	+17.3%	+9.6%	+12.1%
Dow Jones	USD	52'485.0	+0.3%	+11.3%	-1.3%	+22.1%	+3.5%
S&P 500	USD	7'489.7	-0.1%	+11.5%	+1.7%	+33.4%	+13.1%
Nasdaq Composite	USD	25'373.9	-3.2%	+11.3%	+5.2%	+39.2%	+30.6%
Nikkei 225	JPY	64'362.0	-6.2%	+28.2%	+10.9%	+15.2%	+8.6%
Sensex	INR	78'094.6	+1.2%	-12.0%	-9.3%	+13.8%	+7.4%
MSCI World	USD	4'847.9	+0.5%	+11.5%	+4.4%	+26.6%	+10.8%
MSCI EM	USD	1'665.9	-3.3%	+20.9%	+14.1%	+13.6%	-2.6%
Obligationen (gemischt)		31.07.2026	07/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	147.9	-1.3%	-2.5%	-1.0%	-1.4%	+2.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.0	-1.7%	-2.4%	+2.5%	-0.8%	+4.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	379.2	-0.8%	-0.1%	+5.4%	+6.1%	+8.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	283.3	-1.6%	-1.6%	+5.9%	+2.4%	+4.5%
Staatsobligationen		31.07.2026	07/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
SBI Dom Gov	CHF	183.4	-1.5%	-1.6%	-0.2%	+4.0%	+12.5%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	134.2	-1.5%	-3.2%	+1.7%	-3.8%	-0.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	173.6	-1.9%	-1.9%	-1.8%	-0.8%	+4.8%
Unternehmensobligationen		31.07.2026	07/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	192.5	-0.6%	+0.1%	+0.7%	+5.1%	+5.7%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.8	-2.0%	-3.2%	+3.1%	-2.4%	+3.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	627.7	-0.6%	-0.7%	+4.0%	+3.7%	+8.5%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	167.2	-1.2%	-1.0%	+0.7%	+2.0%	+5.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	311.6	-0.5%	+0.1%	+2.8%	+5.4%	+9.8%
Alternative Anlagen		31.07.2026	07/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Gold Spot CHF/kg	CHF	105'042.6	+0.8%	-4.6%	+43.8%	+36.0%	+0.8%
Commodity Index	USD	132.1	+7.2%	+22.7%	-2.9%	+8.3%	-20.4%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'985.0	-1.5%	+0.1%	+9.9%	+16.0%	+5.4%
Währungen		31.07.2026	07/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8075	-0.1%	+1.9%	-12.8%	+7.8%	-9.0%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9304	+0.8%	0.0%	-1.0%	+1.2%	-6.1%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5124	+3.1%	+1.3%	-12.1%	-3.4%	-15.4%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.0887	+1.6%	+1.9%	-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 finden entsprechend Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung.

Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lüssliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.07.2026; Wirtschaftsdaten per 31.07.2026; Wirtschaftsprognosen vom 31.07.2026; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.