

Rückblick & Ausblick

Juli 2025

Rückblick auf 2025

Globale Neuordnung

Das neue Anlagejahr startete turbulent – zumindest, was die geopolitische Entwicklung betrifft. Taktgeberin in dieser Entwicklung waren die USA. Die neue US-Administration unter Präsident Donald Trump setzte zahlreiche «America First»-Massnahmen um. Im ersten Halbjahr fokussierte sich Trump auf Importzölle und auf Sparmassnahmen bei der öffentlichen Verwaltung. Weiter drängte er – vorerst erfolglos – auf eine Lösung im russisch-ukrainischen Konflikt. Im Allgemeinen richtete er sein Handeln klar auf die Interessen der USA aus. Diese zielen hauptsächlich auf eine geopolitische Schwächung Chinas und eine stärkere Rolle Europas in der NATO ab. Die Verabschiedung eines gigantischen Fiskalpakets nach den Neuwahlen in Deutschland steht exemplarisch für das unangenehme Erwachen des Alten Kontinents. Für Spannung war gesorgt.



«Selten entwickelten sich die Finanzmärkte innerhalb von sechs Monaten so turbulent. Trumps Politik sorgte fast täglich für Unruhe und schickte die Aktienmärkte auf eine Berg-und-Tal-Fahrt.»

Alex Müller, Chief Investment Officer

Wirtschaftsdynamik gibt nach

Die US-Wirtschaft kühlte sich seit Jahresbeginn kontinuierlich ab. Der wichtige Dienstleistungssektor verlor an Dynamik, das verarbeitende Gewerbe gab ebenfalls nach. Vorzieheffekte bei den Importen in Erwartung von Importzöllen führten zu einer Ausweitung des Handelsdefizits. Insgesamt dürfte das Wachstum in den USA 2025 deutlich tiefer

ausfallen als im Vorjahr. Es wirkten dämpfende Einflussfaktoren: Die Politik, die auf Zölle und Ausgabenkürzungen abzielt, sorgte für Gegenwind. Die hohen Preise für Güter und Dienstleistungen und die hohen Kosten für Finanzierungen aufgrund der gestiegenen Zinsen belasteten die Konsumentenstimmung. Auch die restriktivere Einwanderungspolitik könnte sich langfristig hemmend auf das Wirtschaftswachstum auswirken. Der US-Arbeitsmarkt zeigte sich 2024 und zu Beginn des Jahres 2025 noch sehr robust. Die zunehmende Unsicherheit aufgrund der Massnahmen des Trump-Kabinetts und die weiterhin hohen Kapitalmarktzinsen führten jedoch gegen Ende des ersten Halbjahrs zu einer deutlichen Abkühlung bei der Schaffung neuer Arbeitsplätze und zu einem Anstieg der Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe.

Liberation Day als Zäsur

Die am 2. April 2025 von Präsident Trump angekündigten Zölle verstärkten die bestehenden Unsicherheiten und sorgten für einen Einbruch an den weltweiten Aktienmärkten. Während US-Aktien stark nachgaben, konnten sichere Häfen wie Gold oder Schweizer Immobilien sich dem Abverkauf entziehen. Nicht so Obligationen: Sorgen bezüglich des US-Staatshaushalts liessen die Renditen steigen und sorgten für Bewertungsverluste bei diesen scheinbar sicheren Anlagen. Ein kurz darauf beschlossener 90-tägiger Aufschub der Zölle und Sonderregelungen beruhigten die Aktienmärkte. Die Erholung war schnell und deutlich, obwohl die Zollthematik noch ungelöst ist und die Importzölle trotz des Aufschubs im historischen Vergleich hoch bleiben. Für Schweizer Anleger ergab sich im ersten Halbjahr aufgrund der schwachen Valuta ein Minus von 6,8 Prozent bei den US-Anlagen.

Europa trotz dem Gegenwind

Die Unsicherheiten aufgrund der neuen Zölle belasteten das zaghafte konjunkturelle Aufblühen in Europa. Die Konjunkturdynamik der Eurozone erhielt aber Rückenwind: Einerseits haben sich die Stimmungsindikatoren im Verlauf des ersten Halbjahrs etwas verbessert. Der Konsum wuchs ebenfalls stärker, unterstützt durch ein reales Einkommenswachstum und eine sinkende Sparquote. Die Aufweichung der Schuldenbremse in Deutschland rückte ausserdem die Fiskalpolitik in den Fokus: Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben werden deutlich steigen. Im Windschatten dieser Entwicklungen legten sowohl der europäische als auch der Schweizer Aktienmarkt deutlich zu. Die europäischen Zinssätze stiegen hingegen deutlich an, bedingt durch die starke Ausweitung des Haushaltsdefizits, was zu Bewertungsverlusten führte (Anleihenkurse und -renditen bewegen sich gegenläufig). Auch die Renditen der Schweizer Bundesanleihen, der sogenannten Eidgenossen, entwickelten sich trotz fehlender fundamentaler Unterstützung ähnlich.

Hilfsbereite Geldpolitik in Europa

Die Europäische Zentralbank (EZB) senkte den Einlagesatz im Juni zum achten Mal innerhalb von zwölf Monaten auf 2 Prozent. Damit wird die EZB der Inflationsentwicklung gerecht, die sich deutlich beruhigte. Mit diesem Schritt widerspiegelte die EZB aber auch die konjunkturellen Risiken, die sich aus dem Zollstreit mit den USA ergeben. Wir gehen davon aus, dass die EZB den Zinssenkungszyklus bei Bedarf fortsetzen wird, um einem möglichen Rückgang des Wirtschaftswachstums entgegenzuwirken und die sinkende Inflation zu berücksichtigen.

Zinsen bei 0 Prozent

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat an ihrer Sitzung vom 19. Juni eine Zinssenkung um 0,25 Prozent auf erstmalig 0 Prozent entschieden. Damit kehrte sie noch nicht ins Negativzinsregime zurück. Die Inflationsraten in der Schweiz waren 2025 stark rückläufig, ausgelöst durch den starken Schweizer Franken und sinkende Preise für Rohstoffe und Güter. Im Mai 2025 war dann die Inflationsrate seit vier Jahren zum ersten Mal wieder negativ. Die SNB reagierte bereits 2024 mit vier Zinssenkungen und 2025 mit zwei weiteren Senkungen. Konjunkturell belastet der Zollstreit vor allem die Schweizer Industrie: Die Vorlaufindikatoren des verarbeitenden Gewerbes gaben im April stark nach. Dennoch zeigte sich das Wirtschaftswachstum aufgrund der erwähnten Vorzieheffekte von Exporten in die USA – insbesondere bei Pharmaprodukten – sehr stark. Es ist davon auszugehen, dass sich dieser Effekt wieder umkehren wird.

China in der Warteschlange

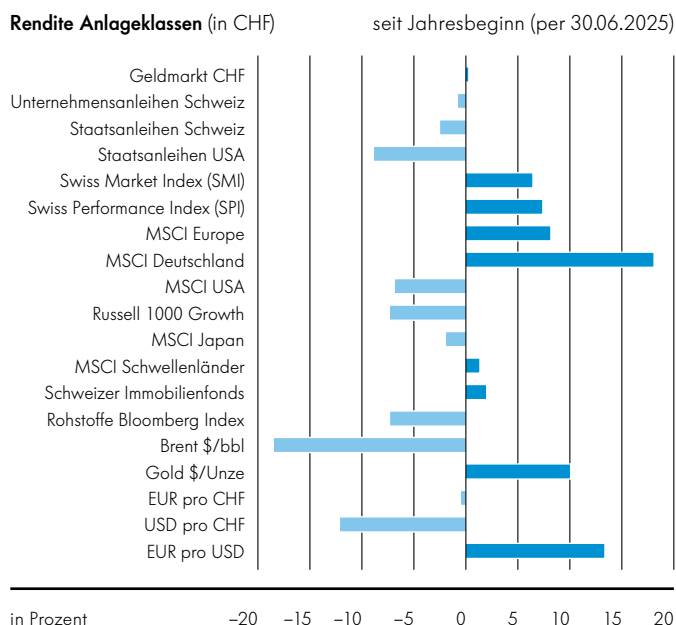
Trotz grosser Ankündigungen gelang es Washington bisher nicht, eine Zollregelung mit Peking zu erzielen, die die formelle Zustimmung der Präsidenten hat. Peking reagierte bislang zurückhaltend auf die konstanten Angriffe aus Washington. Dies auch wegen eigener Herausforderungen: Ein schwacher Immobiliensektor, ein geringes Verbrauchervertrauen und industrielle Überkapazitäten prägen das Bild. Zusätzlich belasten die US-Zölle die Exporte. Das Wirtschaftswachstum dürfte 2025 unter 4,5 Prozent fallen. Wir gehen davon aus, dass das Verhältnis zwischen den USA und China weiterhin angespannt bleibt.

Sichere Häfen gefragt

Im ersten Halbjahr waren aufgrund der Entwicklung auch sichere Häfen gefragt. So legten Anlagen in Schweizer Immobilien um 2 Prozent zu. Der indirekte Immobilienmarkt bleibt fair bewertet und bietet attraktive Ausschüttungsrenditen von etwa 2,5 Prozent, gerade auch im Vergleich zum Geldmarkt aufgrund der Nullzinspolitik der SNB. Die strukturelle Wohnraumknappheit und das Bevölkerungswachstum sorgen für eine anhaltend hohe Nachfrage.

Gold glänzte im ersten Halbjahr

Gold bewährte sich als Portfoliobaustein. Es profitiert von strukturellen und zyklischen Faktoren: Geopolitische Spannungen, protektionistische Tendenzen und eine fragmentierte Weltordnung stärken die Nachfrage. Zentralbanken – vor allem aus Schwellenländern – diversifizieren weiter in Gold. Sinkende Realzinsen und ein schwächerer Dollar unterstützen die Preisentwicklung zusätzlich. In unsicheren Zeiten bleibt Gold ein bewährtes Mittel zur Risikostreuung.



Ausblick auf 2025

«One Big Beautiful Bill Act» – ein wunderschönes Paket?

Im ersten Halbjahr fokussierte sich die Administration Trump hauptsächlich auf das Handelsdefizit und die Immigration. Gegen Ende April rückten fiskalpolitische Themen in den Fokus. Der «One Big Beautiful Bill Act» befindet sich auf der Zielgeraden. Das umfassende Steuerpaket beinhaltet diverse wachstumsfördernde Massnahmen: Die Beibehaltung der tiefen Unternehmenssteuern und höhere Abzüge für Privatpersonen sind nur einige der Massnahmen. Obwohl im Paket auch Einsparungen bei nachhaltigen Investitionen und im Bereich der Gesundheitsversorgung enthalten sind, lässt es sich kurz zusammenfassen: Es kombiniert dauerhafte Steuersenkungen mit massiven Sozialkürzungen, hohen Ausgaben für Militär und Grenzsicherung und Einsparungen im Bereich des Klimaschutzes.

Schuldenberg steigt

Aus den genannten Massnahmen lässt sich ableiten, dass die geplanten Aktionen ein enormes Defizitrisiko mit sich bringen. Daher ist im Paket auch die Anhebung der Schuldenobergrenze um 3–5 Billionen US-Dollar enthalten, ein Umstand, der fiskalkonservative republikanische Senatoren aufhorchen liess. Im Repräsentantenhaus erreichte das Paket eine knappe Mehrheit. Geplant ist die Verabschiedung am 4. Juli 2025, dem Unabhängigkeitstag der USA. Per Redaktionsschluss zeichnete sich eine Kompromisslösung ab. Nur schon die dringend notwendige Erhöhung der Schuldenobergrenze wird für den entsprechenden Druck sorgen. Die Schuldenproblematik der USA verschärft sich damit mittelfristig weiter. Es bleibt abzuwarten, wie die Finanzmärkte und die US-Notenbank Fed auf diese Entwicklungen reagieren.

USA: Fundamentaldaten im Blick

Eine Annahme des «One Big Beautiful Bill Act» dürfte die Stimmung unter Anlegerinnen und Anlegern vorerst stützen. Was den weiteren Verlauf des US-Aktienmarkts betrifft, lohnt sich ein genauer Blick auf die Fundamentaldaten der Unternehmen. Es ist offen, wie stark sich die unstete US-Politik auf die Unternehmen auswirkt. Ab Mitte Juli werden die veröffentlichten Quartalszahlen zeigen, wie sich die Unternehmen in diesem Umfeld schlagen. Dies dürfte zumindest in den USA eine Bewährungsprobe für die hohe Bewertung der Aktien sein, wenn auch die Messlatte für die Gewinne tiefer liegt als noch zu Beginn des Jahres. Die

«Auch im zweiten Halbjahr dürfte es an Spannung nicht fehlen: Die Auswirkungen der Zölle werden sichtbar, und es bleibt abzuwarten, wie Konsumenten und Unternehmen darauf reagieren. Das Steuerpaket der US-Administration befindet sich auf der Zielgeraden. Die konjunkturelle Abkühlung dürfte anhalten, was Investitionen in gemischte Anlageportfolios begünstigt.»

Alex Müller, Chief Investment Officer

jüngsten Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt und die rückläufigen Inflationsraten mahnen zur Vorsicht. Chancen und Risiken sind aus unserer Sicht derzeit ausgeglichen. Wir empfehlen daher vorerst eine neutrale Haltung gegenüber Aktien aus den USA.

Europa: Konjunktur wächst langsam

Die europäischen Volkswirtschaften zeigen 2025 weiterhin ein gedämpftes Wachstum. Die Vorlaufindikatoren aus der Industrie konnten sich seit Jahresbeginn etwas erholen, verharren aber unter der Wachstumsschwelle. Der Dienstleistungssektor schwächelt. Der konjunkturelle Zug in der Union hat damit auch nach mehreren enttäuschenden Quartalen keine Fahrt aufgenommen. Eine Reform- und Deregulierungswelle in Europa und speziell in Deutschland erwarten wir auch unter der neuen Regierung nicht. Allerdings könnten günstige Bewertungen und eine gelockerte Geldpolitik zu einer weiteren Stütze für die Aktienmärkte werden. Die Reallöhne steigen, da die Inflationsraten zurückgehen. Die Sparquoten dürften sinken. Europäische Aktien gehören damit weiterhin ins Portfolio. Nach einer Gewinnmitnahme im April empfehlen wir eine neutrale Positionierung.

Blick auf Deutschland

Punktuelle Chancen sehen wir weiterhin in Deutschland und in der Schweiz. Für risikoaffine Anlegerinnen und Anleger eröffnen sich Chancen. In den vergangenen Monaten lieferte die Politik positive Impulse für die Finanzmärkte. Deutschland investiert in den kommenden Jahren bis zu 1 Billion Euro in Verteidigung und Infrastruktur, was Wirtschaftswachstum und Wettbewerbsfähigkeit stärken dürfte. Höhere Staatsausgaben steigern die Nachfrage nach Technologie, Maschinen und Baustoffen. Besonders profitieren davon Bauwirtschaft, Industrie und Rüstung.

Schweiz: Chancen aufgrund des Nullzinsumfelds

Schweizer Aktien bieten weiterhin eine attraktive Risikoprämie. Diese Situation hat sich mit der Einführung von Nullzinsen durch die SNB und mit Kapitalmarktzinsen nahe der Nulllinie nochmals akzentuiert. Gerade Dividendentitel dürften davon profitieren. Der Aktienmarkt ist aus unserer Sicht fair bewertet. Die Unsicherheiten bezüglich der Regulierung der UBS sind vom Tisch, und die grossen Pharmawerte widerspiegeln Regulierungsrisiken aus den USA aus unserer Sicht entsprechend. Nichtsdestotrotz hängt die Schweiz auch von der globalen Wetterlage ab.

Politische Herausforderungen bleiben

Meist erholen sich die Märkte nach politischen Verwerfungen rasch, so auch im Mai 2025. Derzeit vermitteln die Finanzmärkte den Anschein, als sei alles in Ordnung. Die aktuellen geopolitischen Konflikte haben aus unserer Sicht aber tiefer gehende Auswirkungen. Die Wirtschafts- und die Geopolitik der USA werden in den verbleibenden knapp vier Jahren der Administration Trump stark geprägt. Ob sie nach den Zwischenwahlen 2026 weiterhin so offensiv agieren kann, lässt sich derzeit noch nicht abschätzen. Dies wird auch die Finanzmärkte nicht kaltlassen. Gleichzeitig stottert der globale Export-Impulsgeber China nach wie vor.

Chancen im weiteren Jahresverlauf

Wir haben unsere Positionierung kontinuierlich an die neue Ausgangslage angepasst. Bei Aktien empfehlen wir insgesamt eine neutrale Positionierung, umgesetzt mit einer Übergewichtung in der Schweiz und einer Untergewichtung in Schwellenlandaktien. Unsere Position in Gold haben wir ausgebaut, ebenso die Anlagen in Schweizer Immobilien.

Stillhalten zahlt sich aus

Was bleibt von den Turbulenzen des ersten Halbjahrs? Es ist vor allem die altbekannte Einsicht, dass es sich lohnt, seiner strategischen Grundausrichtung treu zu bleiben. Mit einer Tagesrendite von über 10 Prozent zeigte die Technologiebörse Nasdaq am 9. April 2025 den Investoren und Investorinnen einmal mehr, dass ein paar verpasste Tage im Anlagejahr die Rendite empfindlich schmälern können. Investiert zu bleiben, ist der wichtigste Grundsatz für den Anlageerfolg. Für die restlichen sechs Monate des Anlagejahrs gilt es daher, den Kurs trotz rauer See zu halten. Für Anlegerinnen und Anleger bedeutet das: Bleiben Sie investiert und nutzen Sie die Chancen, die sich an den Finanzmärkten bieten! Eine solide und breit diversifizierte Anlagestrategie ist hierfür das beste Rezept.

Dieses Dokument dient einzig der Information und zu Marketingzwecken und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Zuger Kantonalbank (ZugerKB) zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen. Es richtet sich an von der ZugerKB bezeichnete Empfänger mit Wohnsitz in der Schweiz zur persönlichen Nutzung und darf ohne schriftliche Zustimmung der ZugerKB weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verändert oder an andere Empfänger verteilt oder übermittelt werden. Die Informationen in diesem Dokument sind stichtagbezogen und stammen aus Quellen, die die ZugerKB als zuverlässig erachtet. Dennoch kann von der ZugerKB keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Informationen geleistet werden. Die ZugerKB lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aus einem Investitionsverhalten entstehen können, dem die Informationen aus diesem Dokument zugrunde liegen. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen und daraus resultierende Erträge können schwanken, steigen oder fallen. Ein Verweis auf frühere Entwicklungen enthält keine Aussagen zu künftigen Ergebnissen. Dieses Dokument enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Rechnungslegung oder Steuern. Es stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände des Empfängers zugeschnittene oder für diesen eine angemessene Investition oder Strategie dar. (V2025)

Diese Publikation kann Daten von Drittparteien enthalten.

Swiss Exchange AG («SIX Swiss Exchange») ist die Quelle der SIX Indizes und der darin enthaltenen Daten. SIX Swiss Exchange war in keinerlei Form an der Erstellung der in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen beteiligt. SIX Swiss Exchange übernimmt keinerlei Gewährleistung und schliesst jegliche Haftung (sowohl aus fahrlässigem als auch aus anderem Verhalten) in Bezug auf die in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen – wie unter anderem für die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Eignung für beliebige Zwecke – sowie hinsichtlich Fehlern, Auslassungen oder Unterbrechungen in den SIX Indizes oder deren Daten aus. Jegliche Verbreitung oder Weitergabe der von SIX Swiss Exchange stammenden Informationen ist untersagt. Quelle: MSCI. Weder MSCI noch andere Parteien, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der MSCI-Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, geben ausdrückliche oder stillschweigende Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die Ergebnisse, die durch deren Verwendung erzielt werden) ab, und alle diese Parteien schliessen hiermit ausdrücklich alle Gewährleistungen in Bezug auf Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Marktängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck in Bezug auf diese Daten aus. Ohne das Vorstehende einzuschränken, haften MSCI, seine verbundenen Unternehmen oder Dritte, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, in keinem Fall für direkte, indirekte, besondere, strafähnliche Folgeschäden oder sonstige Schäden (einschliesslich entgangener Gewinne), selbst wenn sie über die Möglichkeit solcher Schäden informiert wurden. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI ist keine weitere Verteilung oder Verbreitung der MSCI-Daten gestattet. Der MSCI EMU Top 50 Index ist ein benutzerdefinierter Index. Die MSCI-Daten bestehen aus einem benutzerdefinierten Index, der von MSCI für und auf Wunsch von der Zuger Kantonalbank berechnet wurde. Die MSCI-Daten sind nur für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen nicht weiterverteilt oder in Verbindung mit der Erstellung oder dem Angebot von Wertpapieren, Finanzprodukten oder Indizes verwendet werden. Die Nutzung von Daten der MSCI ESG Research LLC oder ihrer Tochtergesellschaften («MSCI») durch die Zuger Kantonalbank sowie die Nutzung von MSCI-Logos, -Marken, -Dienstleistungsmarken oder Indexnamen stellen kein Sponsoring, keine Billigung, Empfehlung oder Förderung der Zuger Kantonalbank durch MSCI dar. MSCI-Dienstleistungen und -Daten sind Eigentum von MSCI oder seinen Informationsanbietern und werden «wie besehen» und ohne Gewährleistung bereitgestellt. MSCI-Namen und -Logos sind Marken oder Dienstleistungsmarken von MSCI. Bloomberg® und die Bloomberg-Indizes sind Dienstleistungsmarken der Bloomberg Finance L.P. und ihrer verbundenen Unternehmen, einschliesslich Bloomberg Index Services Limited («BISL»), des Administrators der Indizes (zusammen «Bloomberg»), und wurden von der Zuger Kantonalbank für die Verwendung zu gewissen Zwecken lizenziert. Bloomberg ist nicht mit der Zuger Kantonalbank verbunden, und Bloomberg genehmigt, unterstützt, überprüft oder empfiehlt Produkte der Zuger Kantonalbank nicht. Bloomberg übernimmt keine Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit von Daten oder Informationen in Bezug auf die Bloomberg-Indizes. Quelle: London Stock Exchange Group plc und ihre Konzernunternehmen (zusammen die «LSE-Gruppe»). © LSE-Gruppe 2025. FTSE Russell ist ein Handelsname von bestimmten Unternehmen der LSE-Gruppe. «FTSE Russell» ist eine Handelsmarke der betreffenden Unternehmen der LSE-Gruppe und wird von anderen Unternehmen der LSE-Gruppe unter Lizenz verwendet. Alle Rechte an den FTSE Russell-Indizes oder -Daten liegen bei der jeweiligen LSE-Gruppengesellschaft, die Eigentümerin des Index oder der Daten ist. Weder die LSE-Gruppe noch ihre Lizenzgeber übernehmen eine Haftung für etwaige Fehler oder Unvollständigkeiten in den Indizes oder Daten, und keine Partei darf sich auf die in dieser Mitteilung enthaltenen Indizes oder Daten verlassen. Die Weiterverbreitung von Daten der LSE-Gruppe ist nur mit ausdrücklicher schriftlicher Zustimmung des betreffenden Unternehmens der LSE-Gruppe gestattet. Die LSE-Gruppe fördert, sponsert oder unterstützt den Inhalt dieser Mitteilung nicht.