



Wilersee in der Moränenlandschaft von Menzingen, Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Weltwirtschaftliche Entwicklung besser als erwartet

Die Weltwirtschaft hat sich in der ersten Hälfte des Jahres 2024 besser entwickelt als erwartet. Auch die Inflation ging zurück, so dass mehrere Zentralbanken (u. a. die Schweizerische Nationalbank) mit Zinssenkungen begannen. Das hat die Finanzierungsbedingungen für Hypothekar- und Unternehmenskredite verbessert und die Mietpreisentwicklung stabilisiert. Parallel mit steigenden Löhnen und einer hohen Beschäftigungsquote sorgte dies für eine erfreuliche Entwicklung der Einkommens- und Vermögensverhältnisse bei privaten Haushalten. Das drückte sich auch in robusten Verbraucherausgaben aus. Dies ist als gutes Zeichen zu deuten.

Asien bleibt das Epizentrum des weltwirtschaftlichen Wachstums. China führte unterdessen deutliche Lockerungen durch, um den Immobilienmarkt seit dem Beginn der mehrjährigen Baisse zu stützen. Auf den Aktienmärkten zählen Immobilienaktien zu den

grössten Gewinnern der Marktrallye nach dem chinesischen Neujahrsfest. Aber die Volkswirtschaft bleibt weiterhin stark von Investitionen abhängig. Japan, das sich dank Exportsteigerungen deutlich erholte, verabschiedete sich als letztes Land von der Negativzinspolitik. Indien legte schon im ersten Halbjahr einmal mehr zu als jede andere G-20 Volkswirtschaft. Nach den Wahlen steuert der Subkontinent auf einen robusten langjährigen Wachstumspfad zu, der das bevölkerungsreichste Land in eine prosperierende Zukunft hieven wird. In den kommenden Jahren dürfte das Wachstum in Indien doppelt so hoch ausfallen wie jenes von China.

Das erste Halbjahr war an den Aktienmärkten geprägt durch das Thema Künstliche Intelligenz (KI). Erst in den letzten Wochen verbesserte sich die Breite des Aufschwungs, während Technologiewerte bei «erhöhten» Temperaturen konsolidierten.

Solide Performance nach 6 Monaten

Der Swiss Market Index (SMI, +7.7%) stieg im ersten Halbjahr ungefähr wie die europäischen Märkte. Den Unterschied machte nicht die Geografie aus, sondern die Grössenordnung. Während die grosskapitalisierten Titel weltweit gut performten, hatten es die kleineren und mittleren Unternehmen schwer, mitzuhalten.

Dividendenbereinigt lag die Gesamttrendite von Lonza (+40%) in den ersten sechs Monaten bei den SMI-Titeln vor jener von Swiss Re und Holcim (je +25%), Givaudan (+24%) und Alcon (+23%). Roche (+6%) lag deutlich hinter Novartis (+18%). Einzig in der negativen Zone verblieben Partners Group (-2%), Nestlé (-3%), Sika (-5%) und Kühne+Nagel (-7%). Unter den kleineren Firmen brillierten Swissquote (+41%) und Accelleron Industries (+37%). Gleich mehrere unserer Portfolio-Positionen aus dem internationalen

Segment (z. B. Nvidia, SAP, Alphabet, Schneider Electric, Microsoft) sorgten mit ihrer hohen Performance ebenso wie der indische Länderbasket (+22%) für einen erfreulichen Aufschwung.

In der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. Revo1 mit einem hohen Anteil an Anleihen mit +0.8%) liegt die Performance seit Jahresbeginn leicht im Plus. In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +7.0% und R3 mit +7.9% seit Jahresbeginn) liegt die Gesamttrendite auf einem soliden Niveau.

Die dynamischen Risikoklassen 4 und 5 (z. B. Revo4 mit +9.3% und Revo5 mit +10.9% seit Jahresbeginn) liegen im Vergleich mit den langfristig erwarteten Jahresrenditen darüber. Die Performance der Dividendenlösungen (z. B. RDiv mit +7.8%) ist solid, doch die Einbusen im Juni durch die Wahlergebnisse in Frankreich waren spürbar.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juni 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz R1	+0.3%	+1.2%
Zugerberg Finanz R2	+0.3%	+4.6%
Zugerberg Finanz R3	+0.3%	+7.9%
Zugerberg Finanz R4	+0.5%	+9.7%
Zugerberg Finanz R5	+0.5%	+9.8%
Zugerberg Finanz RDividenden	-2.6%	+7.8%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.0%	+0.8%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.1%	+4.4%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.0%	+7.0%
Zugerberg Finanz Revo4	+0.1%	+9.3%
Zugerberg Finanz Revo5	+0.1%	+10.9%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-3.0%	+6.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-3.6%	+0.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-5.1%	-1.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-6.1%	-2.3%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juni 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.6%	-0.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.3%	+1.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.7%	+3.9%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.7%	+6.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.5%	+7.1%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juni 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.0%	+0.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.1%	+4.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.0%	+7.0%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.1%	+9.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.1%	+10.9%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-3.0%	+6.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-3.6%	+0.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-5.1%	-1.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-6.1%	-2.3%

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

Makroökonomie

Private Haushalte sind entscheidend



Einkaufs-Allee Metalli in Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Über die kommenden 18 Monate werden die privaten Haushalte entscheidend für die weitere konjunkturelle Entwicklung sein. Ihr Gesamtvermögen liegt nahe an einem Allzeithoch, die Konsumentenstimmung ist gut, und die Lohneinkommen bleiben robust. Entgegen der landläufigen Meinung liegen die Reallöhne für die unteren Einkommenschichten höher als vor der Pandemie. Das geht u. a. auf die Einführung respektive Erhöhung der Mindestlöhne in diversen Regionen und Ländern zurück.

Von der Inflation sind untere Einkommenschichten in der Regel stärker betroffen als obere. Doch wenn mit Lohnverhandlungen, gewerkschaftlich initiierten Tarifabschlüssen oder gar gesetzlicher Anhebung der Mindestlöhne eine kompensatorische Regelung gefunden wird, kann entgegen der läufigen Meinung das Gegenteil geschehen. Datengestützt lässt sich dies anhand der USA aktuell beobachten und erläutern.

In den USA liessen jüngst schwächere Signale Sorgen über die finanzielle Gesundheit der privaten Haushalte aufkommen. In der Unternehmensberichterstattung zum ersten Quartal 2024 signalisierten zahlreiche Unternehmenskommentare ein vorsichtigeres Konsumverhalten. Die Säumigkeitsraten bei Kreditkarten und Autoleasing stiegen, wohl auch aufgrund der deutlich höheren Zinssätze für Kreditnehmer. Umgekehrt sind die Reallöhne für die unteren 40% der Lohnverteilung im Vergleich zu 2019 höher als vor der Pandemie. Sie liegen sogar über dem Trend. Dagegen sind die oberen 60% etwas unter dem Trend. Doch die Kapitalerträge infolge höherer Zinsen sorgen für ein höheres Haushaltseinkommen.

Überhaupt wirkten sich die Zuwächse bei den Haus- und Aktienprei-

sen bei der Vermögensentwicklung bei den wohlhabendsten Haushalten seit 2019 am stärksten aus, v. a. bei älteren Haushalten mit höheren Ersparnissen. Das Verhältnis zwischen Nettovermögen und verfügbarem persönlichen Einkommen stieg auf ein Allzeithoch. Daraus resultiert der sog. Vermögenseffekt, d. h. das höhere Vermögen stimuliert den Konsum der privaten Haushalte.

Haushalte mit niedrigem Einkommen verfügen über deutlich weniger Vermögen als andere, und ihre liquiden Ersparnisse sind seit ihrem Höchststand (2021) zurückgegangen. Das macht sie anfälliger für Einkommensschocks. Manche dürften die Grenze ihrer Kreditaufnahmekapazität erreicht haben. Positiv ist, dass in diesen Gesellschaftssegmenten die Gesamtverschuldung, die Schuldendienstkosten und die Kreditauslastung niedrig blieben.

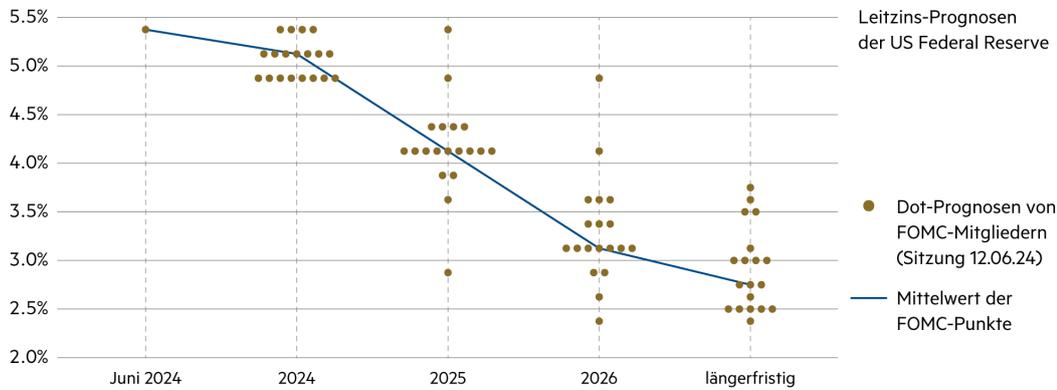
Zwei wesentliche Abwärtsrisiken für den Konsum in der Zukunft bleiben. Erstens würde eine konjunkturell bedingte Abschwächung der Arbeitsnachfrage den wachsenden Konsum wahrscheinlich verringern und vor allem die Ausgaben der Haushalte mit niedrigem Einkommen beeinträchtigen. Zweitens würde ein Negativszenario, bei dem die Aktienpreise um 20% und die Immobilienpreise um 10% sinken, die Ausgaben im drauffolgenden Jahr wahrscheinlich spürbar verringern.

Die Konsumentenstimmung ist weder bedrückend noch euphorisch. Das hier erläuterte Beispiel der USA lässt sich in weiten Teilen auch auf Europa übertragen und soll insbesondere dazu dienen, die makroökonomische Perspektive der privaten Haushalte hinsichtlich Konsum, Beschäftigung, Einkommen, Reichtum und Verschuldung darzulegen.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die Personenfreizügigkeit (+68'000 netto im Jahr 2023) wirkt dem Fachkräftemangel entgegen – bei Hochqualifizierten ebenso wie in Industrie und Gewerbe.
Eurozone, Europa	↗	↗	Die Wachstumsprognosen wurden in den letzten Monaten spürbar erhöht. Der Gummibandeffekt lässt nach. Europa kehrt zu robusten Zuwachsraten zurück.
USA	↗	↗	Das BIP-Wachstum dürfte in diesem Jahr deutlich über 2% zu liegen kommen. Das ist auch auf die stark expansiven fiskalpolitischen Massnahmen zurückzuführen.
Rest der Welt	↗	↗	In Indien sind in den kommenden Jahren Wachstumsraten in der Grössenordnung von +7% p. a. zu erwarten, gefestigt von einer wachstumsfreundlichen Regierung.

Liquidität, Währung

Die Zinsprognosen vermitteln Zuversicht



Die Fed-Leitzinsprognose der letzten FOMC Sitzung vom 12. Juni 2024 (Quelle: US Federal Reserve | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Zinsprognosen der diversen Zentralbanken vermitteln die Zuversicht, dass sich die Inflationsraten in den wichtigsten Währungsgebieten verstärkt in der Bandbreite zwischen 1% und 3% einpendeln werden. Deshalb bleibt zu erwarten, dass mehrere Zentralbanken im dritten Quartal damit beginnen werden, ihre restriktive Geldpolitik mit vorsichtigen Schritten zu lockern.

In den kommenden Wochen sind keine geldpolitischen Neuigkeiten zu erwarten. Die Sommerpause rückt in den Vordergrund, ebenso die Halbjahresanalyse, ehe im Spätsommer die entsprechenden Massnahmen ergriffen werden. Vorderhand kann mit einer geldpolitischen Lockerung gerechnet werden. Insbesondere der Bau, aber auch die Industrie und die Dienstleister legten im ersten Vierteljahr 2024 zwar zu, aber mit geringer Kraft. Im Bau lasten die gestiegenen Finanzierungskosten in den USA wie auch in der Eurozone sowie in Grossbritannien schwer und dämpfen die Investitionen. Auch Verbraucherinnen und Verbraucher konsumieren da vermehrt zögerlich. Gleichzeitig gibt es auch ermutigende Signale. Niedrigere Inflationsraten und kräftige Lohnzuwächse bei nach wie vor robustem Arbeitsmarkt könnten die privaten Haushalte zu mehr Konsum anregen. Und die Geschäftserwartungen der Unternehmen haben sich zuletzt deutlich verbessert. Insgesamt dürfte die Konjunktur allmählich etwas Fahrt aufnehmen, ohne gleich die Inflation wieder anzutreiben.

Die Wirtschaft im Euroraum entwickelt sich bemerkenswert robust. Die Prognosen für 2025 stimmen positiv, und die Arbeitslosenquote befindet sich auf einem Allzeittief. Aus geldpolitischer Sicht ist bei

allem wichtig, dass die noch immer zu hohe Inflation auf ihren Zielwert von 2% zurückgeht. Im Mai lag die Inflationsrate im Euroraum gemäss Schnellschätzung bei 2.6%. Das ist etwas höher als im April, aber deutlich niedriger als im Herbst 2022. Damals betrug die Inflation im Euroraum noch etwa 11%. Allerdings ist die Rückkehr zum Zielwert von 2% kein Selbstläufer. So legten die Dienstleistungspreise im Mai gegenüber dem Vorjahresmonat laut Schnellschätzung um 4.1% zu, während die Güterpreise den Zielwert erreichten.

Aber der Zinsschock, der sich insbesondere in der Bewertung von Anleihen bis heute niederschlägt, war heftig. Beginnend im Juli 2022 hatte die Europäische Zentralbank (EZB) den Zins zehn Mal in Folge angehoben, und ab September 2023 dann neun Monate lang auf diesem hohen Niveau belassen. Und nun hat die EZB den für die geldpolitische Ausrichtung derzeit massgeblichen Zinssatz für die Einlagefazilität von 4.0% auf 3.75% gesenkt.

Zwei weitere Senkungen dürfte es bis Ende dieses Jahres geben, vielleicht drei, doch bleiben wir vorsichtig. Denn die Unsicherheit über die künftige Wirtschafts- und Preisentwicklung ist nach wie vor erheblich. Bildlich gesprochen: Die EZB sieht sich nicht auf einem Berggipfel, von dem es zwangsläufig nach unten geht. Eher sieht sie sich auf einem Bergrücken, an dem der richtige Punkt für den weiteren Abstieg noch gefunden werden muss. So betonte kürzlich der EZB-Rat, datenabhängig und von Sitzung zu Sitzung zu entscheiden.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Durch die Leitzinssenkung der SNB am 25. Juni gingen auch die Zinsen auf Bankeinlagen und Geldmarktanlagen zurück. Sie liegen klar unter der Inflation.
Euro / Schweizer Franken	↘	↘	Der künftige Zinspfad der EZB dürfte «gradueller» Natur sein, d. h. also eher im Tempo von quartalsweisen Schritten erfolgen und nicht von Sitzung zu Sitzung.
US-Dollar / Schweizer Franken	↘	↘	Der Dollar liegt mit 0.90 auf einem zinsbedingt hohen Niveau. Entsprechend hoch sind die annualisierten Absicherungskosten von 4.3% gegenüber dem Franken.
Euro / US-Dollar	↔↗	↔↗	Der Euro liegt mit 1.07 ziemlich eingemittelt in seinem Verhältnis zum Dollar seit seiner Existenz. Wesentliche Veränderungen sind nicht zu erwarten.

Anleihen

Die US-Inflationszahlen gehen zurück



US-Wirtschaftsindikatoren in den vergangenen 5 Jahren (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die US-Inflationszahlen und die harten Wirtschaftsdaten sind schwächer als erwartet. Das nehmen die Anleihensinvestoren zunehmend zur Kenntnis. Für den September 2024 wird die erste Leizinsenkung in den USA erwartet, in der Schweiz wird es dann möglicherweise bereits zur dritten Senkung kommen. Die gegen den Dollar gerichteten Renditedifferenzen bleiben hartnäckig, d. h. die USA müssen länger als erwartet höhere Zinsen auf ihren (stark wachsenden) Staatsschulden bezahlen.

Die Inflation in den USA sinkt. Der PCE-Kerninflationsindex stieg im Mai um nur gerade 0.08% gegenüber dem Vormonat, d. h. die Teuerung war nach menschlichem Ermessen im Warenkorb nicht mehr spürbar. Die Jahresrate sank auf 2.57%. Die persönlichen Ausgaben und Einkommen stiegen im Mai um 0.2% bzw. 0.5% – höher als die Inflationsrate, d. h. hier liegt ein reales Wachstum von Konsum und Einkommen vor. Zudem stieg die Sparquote leicht auf 3.9%.

Die USA geniessen zwar im laufenden Jahr ein fiskalpolitisch aufgepumptes Realwachstum, doch entpuppt sich die zugrundeliegende Logik als langfristig nicht nachhaltig. Die Staatsschulden betragen inzwischen rund 35 Billionen Dollar. Gemessen am Bruttoinlandprodukt (BIP) von 28 Billionen Franken ist das ein Brutto-Verschuldungsgrad von rund 125%, der bis 2030 auf rund 135% anwachsen dürfte. Das wäre allenfalls noch in Ordnung, wenn man das Gefühl hätte, die öffentliche Infrastruktur sei in einem modernen Zustand, aber davon ist sie weit entfernt. Die Bausubstanz von Schulen, Strassen, Stromleitungen und vielem mehr liegt im Argen.

Einige wichtige US-Daten sind besser ausgefallen als erwartet, wie z. B. die Arbeitsmarktdaten für Mai und die Einkaufsmanagerindizes (PMI) für Juni, aber die grosse Zahl der makroökonomischen Daten verfehlten die Erwartungen. Sowohl der Economic Surprise Index von Citi wie auch das von Bloomberg errechnete Mass für wirtschaftliche Überraschungen richten sich nach unten. Das gilt auch für den Chicago Fed National Activity Index, der sich aus einem gewichteten Durchschnitt von 85 monatlichen Indikatoren zusammensetzt. Dessen Verlauf stellt die Stärke der US-Wirtschaft in Frage.

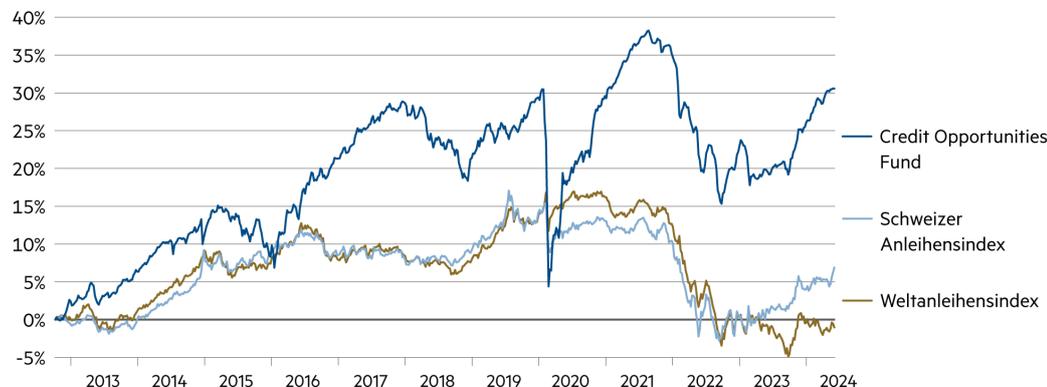
Die Fed wird die schwächeren Wirtschaftsdaten zweifelsohne nicht länger ignorieren können und über den Sommer hinweg mit Beginn des Treffens in Jackson Hole in den Rocky Mountains die Märkte darauf vorbereiten, dass der Leitzinssenkungspfad im Herbst eingeleitet wird. Vielleicht sogar mit einem Schritt von 50 Basispunkten, um rasch vom superrestriktiven Kurs abzukommen und die Wirtschaft zu stabilisieren.

Europa muss sich allerdings nicht verstecken. Wenn die US-Wirtschaft im ersten Halbjahr wohl mit +1.5% gewachsen ist, kann etwa die Hälfte davon auf das Bevölkerungswachstum zurückgeführt werden. In der Eurozone wird ein Wachstum von +1.5% erst im kommenden Jahr erwartet, aber bereits in diesem Jahr dürfte es +1.0% sein, ausserhalb der Eurozone liegt das Wachstum höher. Auf der Pro-Kopf Basis wächst die gesamteuropäische Wirtschaft schneller als die USA – und dies bei einer Neuverschuldung, die etwa halb so hoch ist wie in den USA. Deshalb ist es wichtig, nicht nur das volkswirtschaftliche Wachstum zu betrachten, sondern auch dessen zugrundeliegende Qualität.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→↗	↗	Die 5-jährigen Staatsanleihen in Dollar werden mit 4.4% verzinst und in Euro mit 2.5% (Deutschland) bis 3.6% (Italien) – jedenfalls deutlich tiefer als in den USA.
Unternehmensanleihen	→↗	↗	Wir sehen in Unternehmensanleihen mit einer mittleren Bonität ein erhebliches Renditepotenzial. Staatsanleihen bleiben für stark konservative Portfolios geeignet.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Risikoadjustiert bleiben hybride Anleihen weiterhin interessant, aber die (teils sehr) erfreulichen Kursgewinne im ersten Halbjahr realisierten wir teilweise.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Rückzahlungsrenditen auf fairem Niveau



12 Jahre «Credit Opportunities» vs. Schweizer Anleihensindex und vs. Weltanleihensindex (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im ersten Halbjahr 2024 entwickelte sich der Weltanleihensindex klar südwärts (-1.9%). Weil die Renditen der wichtigsten fünf- und zehnjährigen Staatsanleihen um rund 50 Basispunkte gestiegen sind, gingen deren Kurse zurück. Weniger schlecht erging es den Unternehmensanleihen. Mit dem Zugerberg Income Fund lag die Gesamrendite nach den ersten sechs Monaten bei -0.8%. Beim stärker auf Kreditrisikoprämien ausgerichteten Credit Opportunities Fund wurde im bisherigen Jahresverlauf eine Rendite von +4.3% erzielt.

Der Zugerberg Income Fund (ZIF) hat im Juni einen starken Monat verzeichnet (+0.7%). Der Credit Opportunities Fund (COF) mit seiner deutlich geringeren Duration legte dagegen weniger zu (+0.3%). Das ist auf den Charakter der beiden Anlagegefässe zurückzuführen und als solches auch erwartet worden.

Im ZIF befinden sich 304 Anleihen, die nach besonders disziplinierten Verfahren ausgewählt und zu einem konservativen Gefäss zusammengefügt werden. Dieses ist in den konservativ ausgerichteten Portfolios am stärksten gewichtet. Es handelt sich insbesondere um einen Risikopuffer in konjunkturell volatilen Zeiten. Im Vorfeld respektive beim Eintritt einer Rezession, wenn die Aktienmärkte typischerweise rückläufige Kurse verzeichnen, wird dieses Gefäss seine Funktion als Risikopuffer am besten ausüben können. Dann ist mit deutlichen Kursgewinnen zu rechnen. Wenn umgekehrt die Weltwirtschaft sich besser entwickelt als erwartet und die Benchmark Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen praktisch weltweit steigen, kann sich der ZIF diesem Markttrend nicht entziehen.

Im COF befinden sich 179 Anleihen von Unternehmen, von deren

Robustheit wir auch in anspruchsvollen Zeiten überzeugt sind. Gewiss ist es diesbezüglich auch schon zu Fehleinschätzungen gekommen (z. B. beim Milchverarbeiter Hochdorf oder beim Debitorenbewirtschafter Intrum), doch die Zahl der effektiven Konkurse hielt sich in den vergangenen 12 Jahren verhältnismässig gering. Wichtig ist, dass man genügend Risikoprämien erzielt, um vereinzelte schwierige Situationen zu bewältigen. Denn es gibt immer wieder makroökonomische Entwicklungen, welche massiv auf ein Anleiensportfolio einwirken können.

Ein einschneidendes Ereignis war der Ausbruch der Pandemie im Frühjahr 2020. Als Folge daraus wurde an der Zinszahlungs- und Schuldentilgungsfähigkeit zahlreicher Unternehmen gezweifelt. Wenn man beispielsweise über eine Anleihe der Genfer Kreuzschiffahrtsgesellschaft MSC verfügt und deren Schiffe monatelang in den Häfen verankert bleiben, hat das deutliche Auswirkungen auf den entsprechenden Anleihenskurs.

Ein zweites einschneidendes Ereignis waren die global synchronisierten Zinserhöhungen, die im Jahr 2022 in einem Ausmass einsetzten, wie wir es alle in den vergangenen 50 Jahren noch nie erlebt hatten. Das hat den Swiss Bond Index und auch den Weltanleihensindex tief ins Minus gedrückt, von dem sie sich bis heute nicht erholt haben.

Der COF dagegen hat in den letzten 9 Monaten rund 8% zugelegt und liegt inzwischen 30.6% (nach allen Kosten und Gebühren) höher als vor 12 Jahren. Das ergibt eine bemerkenswerte Rendite von 2.3% in Franken. Für diese Langzeitperformance wird das Gefäss von der Ratingagentur Morningstar mit der Bestnote von 5 Sternen ausgezeichnet.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2024 (seit Jahresbeginn)	-0.8%	+4.3%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-9.2% (-1.6%)	+30.6% (+2.3%)
Anteil positiver Renditemonate	53%	67%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	117 BP (+10 BP)	523 BP (+27 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A-	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

Die abkühlende Inflation als Werttreiber



Wohnimmobilien in Walchwil, Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Mit der abkühlenden Inflation und sinkenden Leitzinsen werden die Schätzer nicht darum herumkommen, auch ihre Diskontierungssätze der zukünftigen Cash Flows von Immobilien (z. B. Mieteinnahmen) und Infrastrukturanlagen (z. B. Nutzergebühren) zu reduzieren. Weil es sich um Anlagen mit einer charakteristisch hohen Duration handelt, hat bereits eine geringfügige Anwendung einer geringeren Diskontrate einen hohen Werteffekt.

Nehmen wir einmal an, es kommt in einem Mietverhältnis zu einer monatlichen Nettomiete von 2'000 Franken respektive 24'000 Franken jährlich. Weil das auch in den kommenden Jahren zu erwarten ist, lassen sich sämtliche zukünftigen Erträge auf den Gegenwartswert abdiskontieren. Bei einem Diskontsatz von 4% sind das 624'000 Franken, bei einem Diskontsatz von 3% beläuft sich der Wert der Kapitalanlage auf rund 824'000 Franken, also gleich 200'000 Franken mehr.

Deshalb ist es volkswirtschaftlich so bedeutungsvoll gewesen, dass die Schweizerische Nationalbank rasch wieder zu tieferen Zinsen zurückkehren konnte. Vor einem Jahr schienen noch manche Ökonomen davon überzeugt, dass die Leitzinsen auf 2.0% gehen müssten (was mit Hypothekarkreditzinsen von 3.0% einherginge).

Inzwischen liegt der SNB-Leitzins nach zwei Senkungen bei 1.25% – mit der Hoffnung, dass er nach der geldpolitischen Lagebeurteilung durch das alsbald von Martin Schlegel geführte SNB-Direktorium im September oder Dezember auf 1.0% reduziert wird. Bereits sind längerfristige Hypothekarkredite wieder für deutlich weniger als

2.0% erhältlich.

Das beeinflusst den Schweizer Immobilienmarkt und die Vermögensverhältnisse mannigfaltig. Auf der Finanzierungsseite werden die mit Geldmarkthypothekarkrediten ausgestatteten Haushalte unmittelbar entlastet. Die geringeren Finanzierungsaufwendungen fließen in den Referenzzinssatz ein und reduzieren damit auch das Risiko einer Mietpreiserhöhung, was die Mieterhaushalte entlastet. Die Preisentwicklung von Wohneigentum wird durch die verbesserten Finanzierungsbedingungen gestützt, und der Transaktionsmarkt für Wohnrenditeobjekte dürfte sich als Folge dessen wieder beleben. Beides sorgt für einen Vermögenseffekt und perspektivisch letztlich für gute Aussichten auf steigende Konsumausgaben und anhaltende Bauinvestitionen.

Hinzu kommen stark verzögerte Effekte bei den Pensionskassen und Versicherungen, welche zwecks ihrer langfristigen Verbindlichkeiten bevorzugt ihr Portfolio mit bis 20% mit Schweizer Wohnrenditeobjekten anreichern. Höhere Bewertungen sind hier auch deshalb zu erwarten, weil institutionelle Investoren viel häufiger als private Renditeobjektbesitzer jede Möglichkeit der Renditesteigerung nutzen (z. B. durch die Anhebung des Referenzzinssatzes per 1. Dezember 2023 auf 1.75%). Höhere Mieterträge und tiefere Diskontsätze werden die Gesamtperformance von institutionellen Anlegern erhöhen, was gleichzeitig mit einem höheren Deckungsgrad gleichzusetzen ist und perspektivische Vorteile für sämtliche Destinatäre im aktiven Erwerbsleben mit sich bringt.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Die kräftige Zuwanderung bringt ökonomische Vorteile mit sich, sorgt aber in Grosszentren wohl am stärksten für eine anhaltende Wohnungsknappheit.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	↗	Der Transaktionsmarkt ist aufgrund der zahlreichen Unsicherheiten ins Stocken geraten, dürfte sich aber in der 2. Jahreshälfte beleben.
Immobilienfonds CH	→	↗	Die kotierten Immobilienfonds legten bis Ende Juni (+3.4%) etwas zu. Mit weiteren Steigerungen ist im unmittelbaren Umfeld nicht zu rechnen.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die Zinssenkungen sind ein Segen für kombinierte Immobilien- und Infrastrukturwerte wie den Flughafen Zürich (+16.3% Gesamtrendite seit 1.1.2024).

Aktien

Auf niedrigere Zinssätze vorbereiten



Einsatz von künstlicher Intelligenz und Automatisierung zur Steigerung von Produktivität und Arbeitseffizienz (Bildquelle: stock.adobe.com)

Für die zweite Jahreshälfte ist das gesamte Portfolio auf ein Umfeld mit niedrigeren Zinssätzen vorzubereiten. Weltweit dürften die niedrigeren Renditeaussichten auf Barmittel dafür sorgen, dass überschüssiges Kapital in die Aktienmärkte zurückkehrt. Davon könnten insbesondere europäische Wertpapiere profitieren, die im historischen Vergleich immer noch günstig sind und eine deutlich höhere Rendite abwerfen als jene auf Barmittel oder Staatsanleihen.

Die globale geldpolitische Lockerung mag weder schnell noch synchron erfolgen, aber sie findet statt. Fast alle grossen Zentralbanken sind jetzt auf dem Weg zu Zinssenkungen. Von den 23 wichtigsten Zentralbanken, die im vierteljährlichen Guide von Bloomberg Economics aufgeführt sind, wird voraussichtlich nur die Bank of Japan in den nächsten 18 Monaten keine Senkung der Leitzinsen vornehmen.

Die meisten Zentralbanken werden in diesem Jahr eine Lockerung vornehmen und damit die Kreditkosten für private Haushalte und Unternehmen senken. Selbst die Federal Reserve wird den eigenen Prognosen zufolge einige Zinsschritte vornehmen. Insgesamt wird bis Ende 2025 der gegenwärtige, von Bloomberg Economics zusammengestellte globale Referenzzinssatz geschätzt rund 155 Basispunkte tiefer liegen.

Das eröffnet Anlagechancen auch bei jenen Gesellschaften, die ihre Wachstumsaussichten mit Fremdkapital verfolgen. Bislang vermochten sich vor allem Cash Flow starke Unternehmen an den Aktienmärkten zu behaupten. Gewiss bleiben auch makroökonomische Unsicherheiten, doch sind diese nicht aussergewöhnlich in ihrer

Dimension. Was dagegen eine neue Komponente ist, sind die gegenwärtigen Investitionstätigkeiten rund um die Künstliche Intelligenz (KI), die auch neue Anlagechancen eröffnen.

Dabei geht es nicht nur um die Aktie Nvidia, sondern um sämtliche Unternehmen, welche mit KI ihre Produktivität steigern. Die Marktdynamik transformativer Technologie wird kurzfristig häufig überschätzt, längerfristig jedoch unterschätzt. Es zeichnet sich ab, dass wir es diesbezüglich mit einer grundlegenden Veränderung zu tun haben, welche sich in zahlreichen Branchen bedeutungsvoll niederschlagen wird: Beispielsweise in der beschleunigten Erforschung von pharmazeutischen Wirkstoffen, in der Datenverarbeitung von Kundeninformationen sowie in der gesamten industriellen Fertigung ebenso wie in deren vorgelagerten Logistik von Komponenten aus aller Welt und der nachgelagerten Auslieferung von Produkten zu ihren Verkaufspunkten. Die Aussichten von tieferen Zinssätzen wie auch vom Nutzen durch technologische Veränderungen werden die Breite des Aufschwungs an den Aktienmärkten verbessern.

In der geografischen Ausrichtung betrachten wir den US-Aktienmarkt abgesehen von den Tech-Giganten nicht für ungewöhnlich attraktiv. Zudem könnten im Vorfeld der Wahlen im November die Marktschwankungen zunehmen. Weil die US-Aktien inzwischen 70% des Weltaktienindex ausmachen, gilt dieser Sachverhalt auch für weltweit passive ETF-Investoren. Wir positionieren uns bewusst schwergewichtig in Schweizer Aktien, ergänzt mit ausgewählten europäischen Aktien und US-Techtiteln, was mit geringeren Portfolioschwankungen und stabileren Gewinnerwartungen einhergeht.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Das Risiko bei der Aktienallokation lässt sich mit vielerlei Anwendung von disziplinierter Selektion profitabler, nachhaltiger Geschäftsmodelle reduzieren.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Wer unabhängig vom Marktumfeld relativ beständige Erträge erzielen will, kommt nicht um europäische KI-Aktien wie SAP und Schneider Electric herum.
Aktien USA	→↗	↗	KI ist vielleicht der umwälzendste Technologiezyklus seit der Erfindung des Internets. Noch ist das Rampenlicht auf wenige Tech-Giganten gerichtet.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Uns interessiert vor allem strukturelles, qualitativ hochwertiges Wachstumspotenzial über einen längeren Zeitraum, was wir (selektiv) in Indien vorfinden.

Alternative Anlagen

Attraktiv bewertete Privatmarktanlagen



(Bildquelle: stock.adobe.com)

Trotz sehr solider Performance bleiben viele Beteiligungsgesellschaften und einige aktive Asset Manager attraktiv bewertet. Zinssenkungen begünstigen deren Umfeld. Das gilt auch für die Verbreiterung der Produktpalette. In der Wertentwicklung kommt hinzu, dass viele Beteiligungen mit einem Abschlag von 30% gehandelt werden. Dieser wird mancherorts mittels Aktienrückkaufprogrammen reduziert. Hohe Dividenden prägen dieses Segment zusätzlich.

Privatmarktanlagen nehmen bei Pensionskassen wie auch bei wohlhabenden Privatpersonen einen immer grösseren Teil der Gesamtallokation ein. Erst vor kurzem hat die Pensionskasse von Nestlé nach der Analyse der Gesamtlage von Konjunktur, Kapitalmärkten und den eigenen Verpflichtungen (sog. «ALM Asset & Liability Management» Analyse) ihre strategische Asset Allokation für die nächsten Jahre bekanntgegeben. Diese umfasst 28% kotierte Aktien und 7% nichtkotierte Aktien, d. h. von insgesamt 35% Aktienallokation wird ein Fünftel ausserhalb der Börsenmärkte investiert.

Vor zwanzig oder zehn Jahren lag dieser Anteil noch wesentlich tiefer. Das gilt fast für jeden institutionellen Anleger weltweit. In Zukunft dürfte der Anteil von Privatmarktanlagen in den Portfolios von Pensionskassen, Stiftungen, Versicherungen und Banken weiter steigen, wie jüngste Umfragen ergeben haben. Dabei wird aber nicht einfach das typische Segment «Buyout» im Vordergrund stehen. Vielmehr hat sich in den vergangenen 20 Jahren eine breite Produktpalette alternativer Anlagen entwickelt, welche die Volatilität eines Portfolios reduzieren.

Wer nicht direkt Privatmarktanlagen hält, kann in das Segment «Listed Private Equity» investieren und damit vom strukturellen Wachstumstrend profitieren. Die täglich gehandelten Beteiligungsgesellschaften halten in der Regel grosse Positionen von Private Equity, Private Debt und Private Infrastructure auf der eigenen Bilanz.

Für geduldige Investoren ist von besonderem Interesse, dass derzeit die Portfolios von Private Equity Fonds mit einem hohen Discount von 30% gehandelt werden – d. h. zu einem Marktwert, der viel tiefer als der langfristige Durchschnitt liegt und auch gegenüber den Bewertungen von kotierten Gesellschaften häufig attraktiv erscheint. Dabei deuten operative Kennzahlen auf der Portfolioebene wie EBITDA auf spürbare Verbesserungen in den jüngsten Quartalen hin. Diese sind das Resultat von Wertsteigerungsmassnahmen wie operative Effizienzverbesserungen, additional Akquisitionen und internationale Expansion.

Als zusätzliche Werttreiber in den kommenden Quartalen dürften Veräusserungstransaktionen (Exits via strategischen Käufer oder IPOs wie im Falle von Galderma an der Schweizer Börse) wirken. Bei den Beteiligungsgesellschaften werden Aktienrückkaufprogramme zudem genutzt, um Kapital effizient an die Investoren zurückzuführen und den Discount zu reduzieren. Generelle schafften fallende Zinsen nicht nur optimale Bedingungen für die Finanzierung von Private Equity Deals und wirken sich so positiv auf die Renditen aus; sie wirken sich zudem in aller Regel auch positiv auf die Stimmung auf den Kapitalmärkten aus.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	→↗	Erdölprodukte aus Russland sind weiterhin mit westlichen Sanktionen belegt, was sie für Käufer (China, Indien) günstiger macht und Weltmarktpreise generell drückt.
Gold, Edelmetalle	↗	→	Im zweiten Quartal verlief der Goldpreis seitwärts. Vielleicht ist die Konsolidierung seit April aber auch als Verschnaufpause im Aufwärtstrend zu werten.
Insurance Linked Securities	→↗	↗	Mit den ILS-Lösungen, die aufgrund ihrer Liquidität ausschliesslich in den Freizügigkeitsstrategien eingesetzt werden, sind wir weiterhin zufrieden.
Private Equity	↗	↗	Seit dem Start der Listed Private Equity Lösungen schneiden sowohl aktive wie auch passive Gefässe signifikant besser ab als der breite Aktienmarkt.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)					
			30.06.2024	06/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Aktien								
SMI	CHF	11'993.8	-0.1%	+7.7%	+3.8%	-16.7%	+20.3%	
SPI	CHF	15'919.3	-0.5%	+9.3%	+6.1%	-16.5%	+23.4%	
DAX	EUR	18'235.5	-3.1%	+12.9%	+13.1%	-16.3%	+10.4%	
CAC 40	EUR	7'479.4	-8.0%	+2.8%	+9.6%	-13.9%	+23.6%	
FTSE MIB	EUR	33'154.1	-5.5%	+13.3%	+20.4%	-17.3%	+17.3%	
FTSE 100	GBP	8'164.1	-2.5%	+12.0%	-0.3%	-8.8%	+16.7%	
EuroStoxx50	EUR	4'894.0	-3.5%	+12.2%	+12.1%	-16.0%	+16.0%	
Dow Jones	USD	39'118.9	+0.6%	+11.1%	+3.5%	-7.7%	+22.2%	
S&P 500	USD	5'460.5	+2.9%	+22.6%	+13.1%	-18.5%	+30.6%	
Nasdaq Composite	USD	17'732.6	+5.4%	+26.5%	+30.6%	-32.3%	+25.0%	
Nikkei 225	JPY	39'583.1	0.0%	+10.9%	+8.6%	-19.7%	-2.6%	
Sensex	INR	79'032.7	+6.4%	+16.9%	+7.4%	-4.8%	+23.2%	
MSCI World	USD	3'511.8	+1.4%	+18.6%	+10.8%	-18.5%	+23.7%	
MSCI EM	USD	1'086.3	+3.0%	+13.6%	-2.6%	-21.5%	-1.8%	
Obligationen (gemischt)								
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.0	+0.5%	-2.2%	+2.2%	-13.2%	-3.0%	
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.2	+0.4%	-1.7%	+4.2%	-16.7%	-2.0%	
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	345.8	+0.3%	+1.9%	+8.7%	-13.6%	+1.4%	
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	266.4	+0.3%	+0.3%	+4.5%	-18.2%	-2.7%	
Staatsobligationen								
SBI Dom Gov	CHF	181.6	+3.5%	+1.1%	+12.5%	-17.0%	-4.2%	
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	137.6	+0.7%	-2.9%	-0.5%	-15.0%	-3.5%	
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	175.8	+0.0%	-3.2%	+4.8%	-18.9%	-3.7%	
Unternehmensobligationen								
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	184.6	+1.5%	+1.6%	+5.7%	-7.5%	-0.5%	
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.7	+0.3%	-2.5%	+3.5%	-18.5%	-2.3%	
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	589.8	+0.6%	+0.6%	+8.5%	-13.7%	+4.1%	
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	163.4	+0.5%	-0.7%	+5.9%	-14.1%	-1.2%	
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	291.6	+0.1%	+1.6%	+9.8%	-10.9%	+3.2%	
Alternative Anlagen								
Gold Spot CHF/kg	CHF	67'234.9	-0.4%	+19.4%	+0.8%	+1.0%	-0.6%	
Commodity Index	USD	101.0	-2.5%	+9.6%	-20.4%	+15.1%	+30.8%	
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'419.5	+2.4%	+3.4%	+5.4%	-17.3%	+7.6%	
Währungen								
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8988	-0.4%	+6.8%	-9.0%	+1.3%	+3.1%	
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9628	-1.6%	+3.7%	-6.1%	-4.6%	-4.0%	
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5582	-2.7%	-6.4%	-15.4%	-11.0%	-7.5%	
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1364	-1.2%	+6.0%	-4.2%	-9.3%	+1.9%	

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. 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, Lussliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 30.06.2024; Wirtschaftsdaten per 30.06.2024; Wirtschaftsprognosen vom 30.06.2024; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.