

Wassershow «Zug Magic» beim Vorstadtquai Zug (Foto: Andreas Busslinger)

## Die Berichtssaison ist gut gestartet

Von der konjunkturellen Entwicklung und der guten Berichtssaison sind viele beeindruckt. Unklar bleibt weiterhin, ob sich die Rezessionsrisiken in den USA auf der Zeitachse einfach nach hinten verschoben haben oder ob wir doch allmählich von einer weichen Landung ausgehen können. Beim Konsum herrscht weiterhin gutes Klima, weit über die USA hinaus. Im industriellen Umfeld bleibt der konjunkturelle Ausblick schwieriger; zugleich zeigt sich da der deflationäre Charakter am stärksten. Die Produzentenpreise sind in den USA (-3.1%) und in China (-5.4%) bereits deutlich gefallen. Gut sieht es dagegen für den Dienstleistungssektor aus. Da liegen die Einkaufsmanagerindizes klar im Bereich der wirtschaftlichen Beschleunigung, und es wird weltweit nach Fachkräften gesucht. Die Eurozone ist im zweiten Quartal um annualisiert +1.2% gewachsen.

Geopolitisch stabilisierten die wiederholten Spitzentreffen zwischen China und den USA die Risikolage zumindest etwas. Die im Handelsstreit mit den USA beschlossenen Exportkontrollen für seltene

Metalle wie Germanium und Gallium könnten leicht ausgeweitet werden. Trotz der schwierigen Beziehung zwischen den beiden Supermächten zog US-Finanzministerin Janet Yellen eine positive Bilanz ihres jüngsten China-Besuchs. Auch China zeigte sich verhalten optimistisch – und hofft auf ein Ende der Exportbeschränkungen.

Im Juli sind in den USA die Aktienkurse um rund 3.1% gestiegen und der Dollar ist um 2.7% gefallen. So blieben die Indizes (Dow Jones, S&P 500 und Nasdaq) in Franken praktisch stabil. Die Kommentare von Vertretern der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) wurden gut aufgenommen. Sie lassen den Schluss zu, dass der Leitzins-Erhöhenzyklus in den USA abgeschlossen ist. Die Rendite der zweijährigen US-Treasuries liegt bei 4.9% (0.5% höher als zu Jahresbeginn), diejenige der zehnjährigen US-Treasuries bei 4.0% (0.1% höher).

## Im Juli legten unsere Strategien zu

Die von uns erwartete Mischung aus abkühlender Inflation und moderatem Wachstum in den USA und in Europa sowie einem sich beschleunigendem Wachstum in den asiatischen Schwellenländern sollte unserer Ansicht nach weiterhin freundlich für Risikoanlagen sein und eine niedrigere Volatilität begünstigen.

Im Juli war mit den US-Treasuries, in Franken abgesichert, weiterhin nichts zu verdienen. Der Index liegt seit Jahresbeginn bei -1.4%. Der Swiss Bond Index blieb im Juli praktisch stabil (+0.2%). Der Swiss Market Index (SMI) performte auch kaum (+0.26%), doch dank unserer Selektion entwickelten sich die Portfoliorenditen im Juli erfreulich.

Wir halten die Aktienquote wird weiterhin neutral. Balancierte

Portfolios liegen seit Jahresbeginn deutlich über den Zielrenditen (z. B. Revo2 +7.4%, Revo3 +8.9%). Portfolios mit einem höheren Anteil an Sachwerten (Aktien, Immobilien-, Infrastruktur- und Privatmarktanlagen) liegen noch stärker im Plus (z. B. Revo4 +10.1%, Revo5 +11.7%). Die auf Dividenden ausgerichteten Lösungen legten nochmals deutlich zu und liegen ebenfalls stark im Plus (z. B. RevoDividenden +12.7% seit Jahresbeginn).

Bei den Wechselkursen änderte sich das Bild im Juli stark. Der Dollar verlor massiv und handelte am 31. Juli zu 0.87 gegenüber dem Franken (-2.7% in einem Monat, -5.7% seit Jahresbeginn). Auch der Euro verlor im Juli (-1.9%) und handelte zuletzt knapp unter 0.96 deutlich tiefer als zu Jahresbeginn (-3.1% im 2023).

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juli 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	+0.7%	+3.6%
Zugerberg Finanz R2	+1.0%	+6.4%
Zugerberg Finanz R3	+0.8%	+7.8%
Zugerberg Finanz R4	+1.0%	+9.6%
Zugerberg Finanz R5	+1.0%	+8.0%
Zugerberg Finanz RDividenden	+0.1%	+11.0%
Zugerberg Finanz Revo1	+1.3%	+4.2%
Zugerberg Finanz Revo2	+1.3%	+7.4%
Zugerberg Finanz Revo3	+1.2%	+8.9%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.1%	+10.1%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.3%	+11.7%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+0.6%	+12.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.5%	+0.6%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.9%	+0.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-1.4%	+0.1%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juli 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.6%	+1.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.7%	+2.9%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.8%	+4.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.7%	+5.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.8%	+7.0%

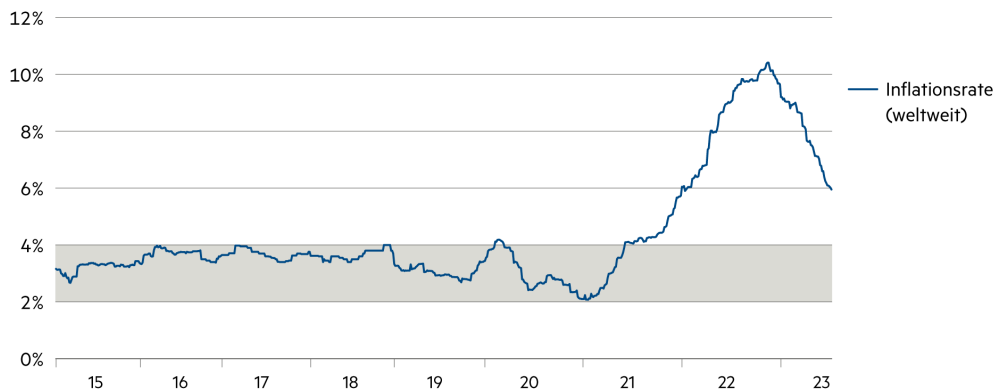
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juli 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+1.3%	+4.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.3%	+7.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.2%	+8.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.1%	+10.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.3%	+11.7%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+0.6%	+12.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.5%	+0.6%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.9%	+0.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-1.4%	+0.1%

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

Makroökonomie

## Der Konsum stabilisiert die Wirtschaft



Die weltweite Inflationsrate in % von 01/2015 bis 07/2023 (Quelle: Bloomberg kalkulierte CPI Inflationsrate | Grafik: Zugerberg Finanz)

**Die Konsumenten profitieren weiterhin von einem angespannten Arbeitsmarkt in allen Volkswirtschaften. Auch die Bilanzen der privaten Haushalte bleiben im Allgemeinen solide. In der Eurozone, in Grossbritannien und in Kanada liegt die Sparquote weiterhin über dem vorpandemischen Niveau. Das Konsumentenvertrauen hat sich in den USA spürbar verbessert und in Europa stabilisiert. Global befindet sich die Inflationsrate auf dem Rückgang (5.95% per Ende Juli).**

Das grösste konjunkturelle Risiko geht von den USA aus, nicht in erster Linie nach unten, sondern das Risiko weiterer makroökonomischer Überraschung nach oben. Die jüngsten Inflationszahlen überraschten nach unten und hievt damit das reale Wachstum in die Höhe. Es gibt inzwischen viele Indikatoren, die eine weitere Erholung erwarten und das Rezessionsrisiko bis weit ins Jahr 2024 verschieben lassen (u. a. jüngst wachsende Realeinkommen, steigende Häuserpreise, CPI Inflation von lediglich noch 3.0%, ISM Services Index von 53.9 Punkten). Der Arbeitsmarkt bleibt robust, und die Fabrikbauten sind stärker angestiegen als je zuvor in den vergangenen 20 Jahren. Eine starke Konjunktur könnte die Zentralbank Federal Reserve (Fed) nach einer Pause dazu verleiten, die Leitzinsen weiter zu erhöhen statt geduldig die Wirkung der bisher äusserst restriktiven Schritte abzuwarten.

In den Schwellenländern stehen ebenfalls starke Wachstumsraten an, weit über China und Indien hinaus. Das reale Wachstum in den asiatischen Schwellenländern mit beinahe 50% der Weltbevölkerung beträgt im laufenden Jahr mehr als 5%, und wohl auch im kommen-

den Jahr. Das schiebt die Weltwirtschaft an und hilft auch der europäischen Wirtschaft. In Europa bleibt der Wachstumsausblick zwar eingetrübt, aber es gibt auch vorsichtig optimistische Aussichten. Die Auftragslage in der Industrie (z. B. Deutschland) und der industrielle Output (z. B. Frankreich) haben sich in den letzten beiden Monaten deutlich erhöht. Der Handel klagt zwar über eine spürbar gedämpfte Konsumlaune, die mit den Preissteigerungen zusammenhängt. Vorwärts gerichtet stehen allerdings massvolle Lohnsteigerungen an, Preiserhöhungen dagegen kaum mehr. Vielmehr kommt es zu Preissenkungen, ausser vielleicht im boomenden Dienstleistungssektor. Weil im Sommer der Konsum vom Norden Europas in den touristischen Süden verlagert wird, liegt da auch das Wachstum im 3. Quartal höher.

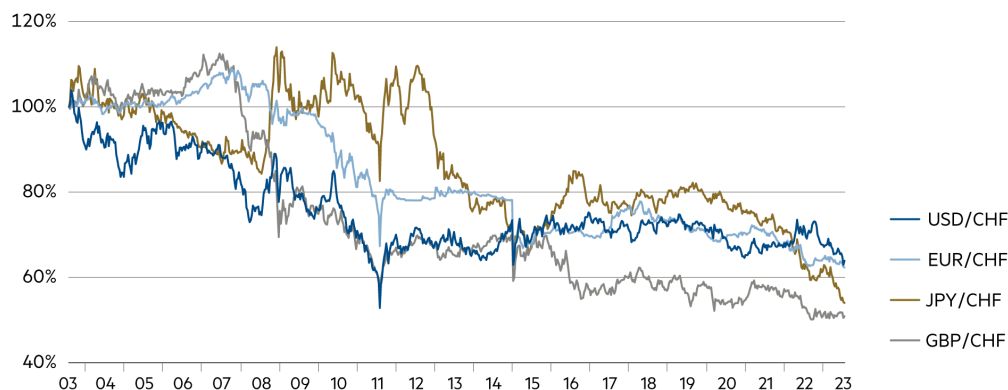
Frankreichs Notenbankchef François Villeroy de Galhau sieht die EZB schon nahe ihres Zinsgipfels. «Wir gehen davon aus, dass die Inflation im Jahr 2025 wieder bei 2% liegen wird. Dazu verpflichte ich mich heute», sagte das EZB-Ratsmitglied kürzlich. Für 2024 werde ein Rückgang der Inflation auf durchschnittlich 2.5% erwartet. Damit komme die EZB ihrem Ziel durch ihren Straffungskurs immer näher. Wenn der Zinsgipfel erreicht sei, müssten die Leitzinsen eine Weile dortbleiben. Im Kampf gegen die Inflation hatte die EZB diese Ende Juli das neunte Mal in Folge angehoben.

Global betrachtet bewegt sich die ländergewichtete Inflationsrate zurück in das langfristige Band, das zwischen 2% und 4% liegt. Die tiefsten Inflationserwartungen liegen in der Eurozone sowie in der Schweiz vor.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	→↗	↗	Wie viele Industrieländer verzeichnete die Schweiz im ersten Halbjahr 2023 ein verhaltenes Wirtschaftswachstum, was sich im dritten Quartal fortsetzen dürfte.
Eurozone, Europa	→↗	↗	Die jüngsten EZB Prognosen für das reale BIP lauten unverändert +1.5% (2024) und +1.6% (2025) bei Inflationsraten von +3.0% (2024) und +2.2% (2025).
USA	→↗	↗	Die Fed geht von einem realen BIP Wachstum von +1.1% (2024) und +1.8% (2025) aus – bei fallenden Inflationsraten von 2.6% (2024) und 2.2% (2025).
Rest der Welt	↗	↗	Mexiko wächst stärker als die USA. Ähnlich verhält es sich gegenüber China: Die Volkswirtschaften von Vietnam, Philippinen, Indonesien und Indien wachsen mehr.

Liquidität, Währung

## Die Abwertung der «starken» Währungen



Kursverlauf (Veränderung in %) der vier wichtigsten Währungen im Verhältnis zum S. Fr. von 08/2003 bis 07/2023 (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im Verständnis vieler globaler Anleger gelten der Dollar und der Euro als starke Währungen. Doch deren Abwertung in den letzten 20 Jahren war massiv. Noch stärker werteten sich allerdings der japanische Yen und das britische Pfund ab. Das Dilemma für den Franken-Anleger bleibt die Währung. Ausländische Aktien und Anleihen diversifizieren zwar das Portfolio, doch die Absicherung der damit verbundenen Währungsrisiken beansprucht einen beachtlichen Teil der Gesamtrendite.

Die Aussicht auf 5.4% Rendite ist verlockend. So hoch ist aktuell die Rückzahlungsrendite von zwölfmonatigen US-Government Bills, die in einem Jahr in Dollar fällig werden. Doch die gegenwärtig 3.8% Absicherungskosten pro Jahr lassen die Nettorendite deutlich zusammenschmelzen. Vor Steuern notabene, d. h. ein Zinsertrag von 5.4% führt bei einem 30% Grenzsteuersatz einer Privatperson zu einer zusätzlichen Belastung von 1.6%. Somit schmilzt die Nettorendite nach Steuern auf 0.0% zusammen.

Vor 20 Jahren war für einen Dollar 1.37 Franken zu bezahlen, heute sind es noch 0.87 Franken (-36%). Ein Euro kostete damals 1.54 – gegenwärtig sind es 0.96 (-38%). Die beiden Währungen haben sich somit fast identisch abgewertet. Die Abwertung des britischen Pfunds (-49%) und des japanischen Yens (-46%) war deutlich höher.

Es wird auch in Zukunft Abwertungen geben. Der Franken bleibt die härteste Währung. Weder Währungen aus rohstofffördernden Ländern (Kanada, Australien, Norwegen) noch solche aus aufstrebenden Schwellenländern (China, Indien) können dieselbe Stabilität und Akzeptanz erzielen.

Deshalb gilt es auch, die tollen Dollar-Renditen zu relativieren. Beispielsweise wird gerne mit dem breiten S&P500 Index argumentiert, dass er sich supergut entwickelt habe. Die letzten 20 Jahre performte er total +363% oder +7.9% jährlich (in Dollar). Das Ergebnis in Franken sieht etwas nüchterner aus: Die Aktienkurse erhöhten sich um +193% oder +5.5% jährlich. Die Dividendenrendite fällt bei US-Aktien kaum ins Gewicht – abgesehen davon, sind die Quellensteuerabzüge nicht investorenfreundlich. Umso eindrücklicher ist das 20-Jahres-Ergebnis des Swiss Market Index. Es liegt bei jährlich +7.1%. Der Index der Schweizer KMU-Aktien hat sich sogar um +10.0% jährlich erhöht. Wer langfristig diese Rendite übertreffen will, muss sich auf dem indischen Aktienmarkt bewegen. Der Sensex stieg von rund 3'900 auf 66'527 (+1'643%; jährlich +11.3% in Franken).

Aussichtsreich bleiben ohnehin Anlagen in Unternehmen, die an der globalen Entwicklung teilhaben. Eine Firma wie Nestlé erzielt gerade noch 2% ihres Umsatzes in der Schweiz. Etwas mehr als die Hälfte wird in westlichen Industrieländern erzielt und knapp die Hälfte in aufstrebenden Nationen. Die Währungsvielfalt ist enorm, die ein derartiger Konzern für das Betreiben des Tagesgeschäfts (Einkauf, Produktion und Vertrieb) benötigt, wie auch im Verkauf erzeugt. Allfällige Absicherungsgeschäfte, auch um grössere Ergebnisschwankungen in der rapportierten Währung zu vermeiden, nimmt die Tresorerie in Vevey vor. In den letzten 20 Jahren stieg der Kurs um rund 290%; unter Einbezug der Dividende ergab sich eine jährliche Rendite von rund 10% in Franken.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	→↗	→	Der Anlageentscheid zwischen illiquidem Sparkonto, den tiefrentierenden Kassenobligationen oder liquiden Wertpapieranlagen sollte gut überlegt sein.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Die börsengehandelten Inflationserwartungen im Euroraum (2y2y) bewegen sich Ende Juli bei 2.86% – und sind seit praktisch mehr als zehn Monaten stabil.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Der Abwertungsdruck bleibt, obschon der Dollar seit Jahresbeginn knapp 6% einbüsste, rund die Hälfte (-2.7%) davon allein im vergangenen Monat Juli.
Euro / US-Dollar	→↗	↗	Im volatilen Juli legte der Euro knapp ein Prozent zu und beendete den Monat bei einem Kurs von 1.10 (+2.7% seit Jahresbeginn).



Anleihen

## Anleihen leisten einen positiven Beitrag



Die Schweizerische Nationalbank (SNB) in Zürich (Foto: Maurice Pedergnana)

**In den letzten Jahren waren Anleihen eine besonders schwierige Anlageklasse. Zunächst war ein erheblicher Teil mit einer negativen Rückzahlungsrendite verbunden. Danach kamen schockartige Leitzinserhöhungen, welche die Anleihsindizes weltweit in die Tiefe stürzen liessen. Nun aber liegt der allergrösste Teil des Zinserhöhungszyklus hinter uns, weshalb die Anleihen inskünftig wieder einen positiven Beitrag zur Portfoliorendite leisten dürften.**

Der Zinsgipfel ist mit den jüngsten Leitzinserhöhungen praktisch erreicht. In den USA werden keine weiteren Erhöhungen erwartet. Vielmehr ist die anhaltende deflationäre Dynamik derart stark, dass bis Ende 2024 mit vier bis fünf Leitzinssenkungen (von gegenwärtig 5.3% auf 4.2%) gerechnet wird.

In der Schweiz sind wir von einer Zinswende noch weit entfernt. Die SNB könnte den Leitzins am 21. September um weitere 25 Basispunkte auf 2.0% erhöhen. Derzeit liegt die Wahrscheinlichkeit dieser Erhöhung bei 30%. Dabei ist sich die SNB im Klaren, dass sie die Inflation indirekt durch Mietzinserhöhungen selbst befeuert. Ohne diesen Aspekt fiele die Inflation in der Schweiz schon bald auf ein Prozent zurück und wir befänden uns in der komfortablen Zone der Preisniveaustabilität. Am Horizont taucht nicht ein starker Inflationsanstieg auf, sondern vielmehr ein deflationäres Szenario, dem die SNB bislang noch kaum Beachtung schenkt.

Strukturelle Inflationsgefahren sind in der Schweiz weiterhin nicht in Aussicht. Die Zweitrundeneffekte bleiben gering, und der starke Franken (seit Jahresbeginn +3.1% vs. Euro und +5.7% vs. Dollar) sorgt für eine deflationäre Preisentwicklung bei den Importgütern.

Zudem erschwert er die industrielle Exportdynamik und verteuert den Tourismus in der Schweiz. Mit einer ausgeprägten Dynamik, die aus den die Schweiz umliegenden Volkswirtschaften ausgeht, ist in den kommenden Monaten nicht zu rechnen. Deshalb rechnen wir für den weiteren Jahresverlauf mit einem bescheidenen realen Wachstum und einer rückläufigen Inflation.

Aus der Perspektive eines Anleihsinvestors ergibt sich aber dennoch Erfreuliches, denn die Rezessionswahrscheinlichkeit bleibt gering. Das Interessante am Zinsgipfel liegt nämlich darin, dass dann Investoren beginnen werden, über Zinssenkungen in den kommenden Quartalen und Jahren nachzudenken. Das dürfte die Rendite von langjährigen Anleihen senken und deren Kurse erhöhen.

In einer längerfristigen Betrachtung ist ein Trend der Inflationsraten in die Bandbreite von 0.7% bis 1.5% in der Schweiz auszumachen. Das könnte längerfristig mit Leitzinsen in der Grössenordnung von 1.0% und mit längerfristigen Hypothekarkrediten zu 2.0% bis 2.2% einhergehen.

Deshalb glauben wir, dass der Immobilienmarkt in der Schweiz kaum aus den Fugen gerät. Das Preiswachstum bei den Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen dürfte sich durch die leicht restriktiveren Finanzierungsbedingungen etwas verlangsamen. Das Wachstum der Hypotheken dürfte jedoch weiterhin anhalten, und die Bautätigkeit wieder zunehmen. Die Verwundbarkeiten am Hypothekar- und Immobilienmarkt werden wohl überschätzt und die Resilienz unterschätzt.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→↓	Die inverse Zinskurve hält in der Schweiz an. Die Eidgenossen rentieren 1.04% (2 Jahre) am kurzen sowie 0.98% (10 Jahre) und 0.92% (30 Jahre) am langen Ende.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Weil die Rezessionswahrscheinlichkeit abnehmen dürfte, dürfte die Gesamtrendite der Unternehmensanleihen jene der Staatsanleihen mittelfristig übertreffen.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Je geringer die Rezessionswahrscheinlichkeit, desto attraktiver dürften Hochzins-Anleihen sein. Hybride Anleihen haben eine starke Renditezukunft vor sich.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

## Stärkung von vielversprechenden Unternehmensanleihen



MSC Euribia – das energieeffizienteste Kreuzfahrtschiff der Branche (Bildquelle: mscpressarea.com)

Weiterhin stärken wir vielversprechende Anleihen in unseren beiden Anleihensportfolios. Mittel, die aus Zinsen und Tilgungen zurückfliessen, werden tendenziell in höheren Ratingkategorien und in längere Anleihen eingesetzt. Sowohl im Zugerberg Income Fonds (ZIF: +0.6% im Juli) wie auch im Credit Opportunities Fund (COF: +0.5%) erfolgten kleinere, aber wichtige Schritte in diese Richtung.

Im vergangenen Monat kam es zu mehreren Rückzahlungen, u. a. wurde die 3% Franken-Anleihe von MSC Cruises getilgt. Das Genfer Kreuzfahrtunternehmen durchlief in der Pandemie eine aussergewöhnlich harte Phase. Wir behielten die Anleihen bis zum Schluss, denn wir sahen das mittel- und langfristige Potenzial. MSC Cruises macht mit seinem neuen Flaggschiff einen wichtigen Schritt in Richtung eines klimaneutralen Betriebs bis 2050. Die jüngsten Schiffe werden mit Bio-Flüssigerdgas betrieben, verfügen über fortschrittliche Abwasseraufbereitungsanlagen und ein innovatives Recyclingsystem. Das global viertgrösste Unternehmen in dieser Branche verfügt über eine ausgezeichnete Zukunft, auch dank modernsten Terminals wie in Port Miami, Florida, und einem attraktiven Preis/Leistungs-Verhältnis. Allerdings ist es inzwischen derart kapitalstark, dass es den Kapitalmarkt gegenwärtig nicht mehr in Anspruch nimmt.

Im COF legten wir das Geld u. a. in die ebenfalls in Genf domizillierte «Matterhorn Telecom» an, die Holdinggesellschaft von Salt. Die Ratingagentur Fitch hat der Anleihe über 100 Millionen Franken bei

einer Laufzeit von fünf Jahren ein Senior Secured Rating von «BB+» vergeben. Das Rating spiegelt den Marktanteil von 16% bis 17% von Salt auf dem strukturell stabilen Schweizer Mobilfunkmarkt wider, der den grössten Teil des Cashflows bestimmt. Dank einer starken Umsetzung und einer schlanken Kostenstruktur kann das Unternehmen mit 43.5% eine der höchsten EBITDA-Margen in dieser Branche erzielen. Salt hat gute Chancen, durch den Ausbau seines Glasfaser-Breitbandgeschäfts in den nächsten vier bis fünf Jahren seine Umsätze zu steigern und die Diversität seines Cashflows zu erhöhen. Das Unternehmen verfügt über eine attraktive Vereinbarung mit mehreren Lieferanten für Glasfaserkabel, die eine nahezu eigentümerunabhängige Wirtschaftlichkeit und erfolgsabhängige Investitionen ermöglicht, die das Investitionsrisiko verringern und die Markteinführung beschleunigen.

Im COF kam es zu weiteren risikoreduzierenden Transaktionen aus dem nordeuropäischen Raum. Erhöht haben wir langfristige, nachrangige Anleihen u. a. von Swiss Re, UBS und Rabobank. Alle drei Unternehmen verfügen über ein sehr gutes Rating.

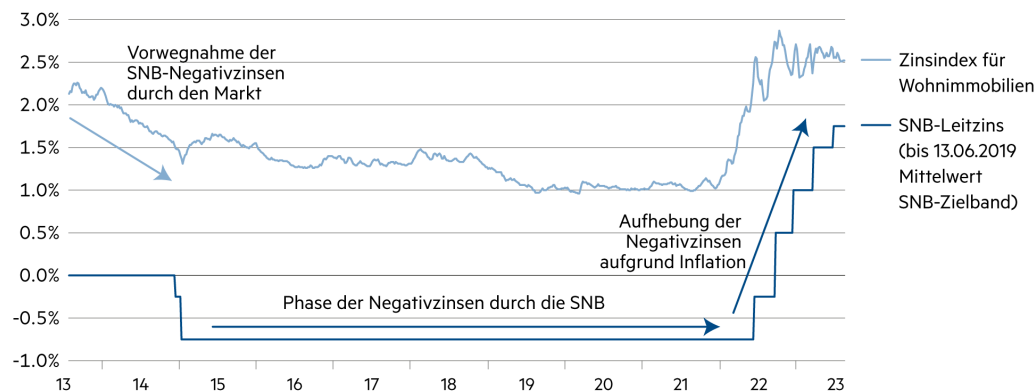
Im ZIF ist es im Juli erneut zu einer Vielzahl von Transaktionen gekommen. Tendenzuell wurden Anleihen mit langen Restlaufzeiten erworben, z. B. vom britisch-schwedischen Pharmakonzern AstraZeneca eine Dollar-Anleihe, die im Jahr 2031 fällig wird. AstraZeneca vermochte mit einem starken Halbjahresbericht und einer attraktiven Pipeline die Analysten positiv zu überraschen.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	+2.4%	+0.3%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-11.6% (-2.4%)	+20.2% (+1.8%)
Anteil positiver Renditemonate	58%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	244 BP (-26 BP)	703 BP (-45 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB+	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

## Seitwärtsbewegung bei den Hypozinsen



Entwicklung des Schweizer Zinsindex für Wohnimmobilien vom 01.08.2013 bis 31.07.2023 (Quelle: Hypothek.ch, Zinsentwicklung von Hypothekarkrediten für dauerhaft selbst bewohntes Wohneigentum | Grafik: Zugerberg Finanz)

Bei den Schweizer Hypothekarkrediten für selbstbewohntes Wohneigentum hat sich im Markt ein Seitwärtsband in der Höhe von 2.4% bis 2.7% herausgebildet. Das ist deutlich mehr als die durchschnittlich 1.0% Kreditzinsbelastung in den Jahren 2019 bis 2021, als die Nationalbank wie auch die Geschäftsbanken eine Negativzinsphase exerzierten. Gegenwärtig ist noch kaum absehbar, in welchem Ausmass der Referenzzinssatz erhöht und damit letztlich das Mietertragsniveau in der Schweiz gesteigert wird.

Die in Inseraten publizierten Angebotsmieten blieben im Juli praktisch unverändert. Doch in den kommenden Monaten drohen Mietzinserhöhungen von bis zu 6%. Innert Jahresfrist zeigt sich bereits ein deutlicher Anstieg bei den Angebotsmieten. Bei inserierten Eigentumswohnungen ist trotz wachsender Finanzierungskosten jedoch eine Preisstabilisierung erkennbar, während die Preise für Einfamilienhäuser etwas und die Preise für Mehrfamilienhäuser deutlich, aber nicht zweistellig nachgaben. Dies zeigt eine Kombination der quartalsweisen Auswertungen durch FPRE Fahrländer Partner mit ihren evidenzbasierten Indikatoren sowie des monatlich errechneten Swiss Real Estate Offer Index, der in Zusammenarbeit mit IAZI publiziert wird.

Da viele Mehrfamilienhäuser zu äusserst knappen Nettoanfangsrenditen gekauft wurden, um Negativzinsen auf dem Bankkonto zu vermeiden, könnten nun einige Private in Bedrängnis geraten – vor allem dann, wenn sie knapp mit Eigenkapital finanziert waren. Privatpersonen halten laut dem Bundesamt für Statistik mehr als die Hälfte (56%) aller Mehrfamilienhäuser. Weniger oder kaum gefähr-

det sind institutionelle Anleger. Sie sind als langfristige, geduldige Anleger bekannt und erzielen letztlich nach wie vor eine Rendite, die solide über dem erforderlichen technischen Zinssatz der Pensionskassen liegt.

Seit der ersten Leitzinserhöhung durch die SNB vor einem Jahr hat sich die Zinsstrukturkurve der Hypothekarkreditzinsen deutlich verflacht. Während sich Laufzeiten unter zehn Jahren teilweise massiv verteuert haben, sind elfjährige Hypotheken heute immer noch gleich teuer wie vor den Zinserhöhungen, d. h. Hypothekarkredite mit Laufzeiten ab 11 Jahren sind trotz der Leitzinserhöhungen günstiger geworden.

Das mag erstaunen. Erklären lässt sich dies damit, dass Hypothekarkreditgeber mehrheitlich davon ausgehen, dass mittelfristig die Zinsen fallen werden. Die zehnjährige eidgenössische Benchmarkleihe wirft nur gerade 0.9% ab. Damit kann ein Kreditgeber eine Überrendite von 1.6% und mehr für einen langfristigen Kredit erzielen. Das sind ungewohnt hohe Margen.

Die kurzfristigen Zinsen werden direkt durch die SNB gesteuert und verteuern sich, während bei den langfristigen Zinsen der «freie Markt» spielt. Diese Konstellation unterstützt die Entstehung einer sogenannten inversen Zinskurve. Bei vereinzelt Anbietern – beispielsweise bei Swiss Life – ist die Zinskurve bei den publizierten Hypothekenzinsen bereits invers. Dieses könnte sich durch eine restriktive geldpolitische Lagebeurteilung durch die SNB im September noch verschärfen.

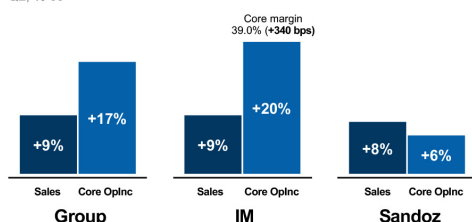
Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→↑	Die SARON-Hypotheken wurden teurer, während sich bei längeren Festhypotheken eine geringere Belastung im vierten Quartal abzeichnet.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↓	→	In der Schweiz gibt es gemäss Swiss Prime Site im gewerblichen Bereich derzeit eine strukturelle Übernachfrage, was stabilisierend wirkt.
Immobilienfonds CH	→	→↑	Die stabile Entwicklung (SWIIT -0.2% seit Jahresbeginn) zeigt, dass die Nachfrage auch nach Büroflächen an sehr guten Lagen wieder zugenommen hat.
Infrastrukturaktien/-fonds	↑	↑	Die starke Infrastruktur-Gesamtrenditen hielten auch im volatilen Juli an, z. B. Flughafen Zürich (+31.5%) und BKW (+26.5%) sowie Veolia Environnement (+28.3%).

Aktien

## Erfreuliches aus den Halbjahresberichten

### Growth and Productivity

Q2, % cc



### FY 2023 Group guidance raised<sup>1</sup>

Sales expected grow high single digit  
Core OpInc expected to grow low double digit

### Innovation and other milestones

**Kisqali®**  
NATALEE Ph3 at ASCO

**Cosentyx®**  
US approval 300mg AI and PFS; EU approval in HS

**Entresto®**  
EU approval in pediatric HF, extending RDP to Nov 2026

**Iptacopan**  
US and EU filings in PNH; US BTD for C3G

**Continue strategic rationalization of development portfolio**  
including Chinook acquisition, divestment of front of eye assets and termination of BeiGene option agreement for oceripilimab

**Entresto® US IP update**  
Mylan held to infringe crystalline complex patents; Novartis disagrees with negative decision by Delaware Court and will appeal to uphold validity of combination patent

Der Novartis-Konzern befindet sich in einer guten Verfassung (Quelle: Novartis Q2 2023 Results, Investor presentation, Seite 4)

Der SMI bewegt sich weiterhin vornehmlich seitwärts. Mit einer Performance von +5.4% seit Jahresbeginn erfüllt er jedoch die Erwartungen. Von seinen drei Schwergewichten verfügt nur Novartis über ein gutes Momentum. Die Nestlé-Aktie stagniert seit nunmehr vier Jahren, und bei Roche mehren sich in jüngster Zeit Kurszielreduktionen. Umso mehr brillierten einige Unternehmen, die sich in einer guten Verfassung befinden.

Die Halbjahresberichte bestätigten den Trend, dass es im SMI einige Unternehmen gibt, die sich derzeit in einer blendenden Form befinden und in den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres starke Gesamtrenditen zu erzielen vermochten. Schwergewichtig ist es diesen Aktien zu verdanken, dass wir den SMI bislang deutlich übertreffen konnten:

**Kühne+Nagel (+33.4%):** Der Neuling im SMI ist erst daran, sich auf die «Roadmap 2026» einzustellen. Die Aktie hat im bisherigen Jahresverlauf die beste Performance im SMI erzielt. Trotz einer abgeschwächten weltwirtschaftlichen Dynamik lag der EBIT des global führenden See- und Luftfracht-Spediteurs im zweiten Quartal deutlich über den Erwartungen.

**Holcim (+32%):** Der Baustoffkonzern handelt zu einem moderaten Kurs/Gewinn-Verhältnis von 12 und begeistert durch seine rasche Transformation durch robustes akquisitorisches Wachstum. Die Margen haben sich in Europa (auf 20.6%) und in Nordamerika (auf 25.6%) eindrücklich verbessert. Auch das organische Wachstum im laufenden Jahr (Nordamerika ca. 8%, Europa 10%, Lateinamerika 11%, Asien 9%) beeindruckt.

**Partners Group (+25.1%):** Nach dem «Business Update» zum ersten Halbjahr ging es mit der Aktie spürbar aufwärts. In der zweiten Jahreshälfte dürfte sich das Fundraising eher noch beschleunigen, sodass die Guidance für das ganze Jahr bestätigt werden konnte. Der traditionelle Schwerpunkt im Bereich von «Middle Market Buyouts» ist weiterhin solid unterwegs und wenig durch die generell höheren Finanzierungskosten betroffen. Substanzielle Bewertungsanpassungen waren keine erforderlich. Ein neuer Schwerpunkt sind die 45 Biogas- und Biomethananlagen, um alternative Treibstoffe für die europäische Energietransition zu unterstützen.

**Sika (+23.7%):** Der Bauchemiekonzern hat soeben die Produktionskapazitäten für Makrofasern in den USA erweitert und sich damit noch stärker als innovativer Komplettanbieter für nachhaltige Bauprojekte positioniert. Der Bau neuer industrieller und nachhaltiger Fertigungswerke mit Gigafactories und Rechenzentren boomt in den USA und dadurch auch der Bedarf an Mikrofasern zur Herstellung von abriebfesten Bodenplatten und Industrieböden.

**Swiss Life (+22.3%):** Die Gesamtrendite liegt fast doppelt so hoch wie bei Swiss Re (+11.9%) und klar über jener von Zurich Insurance (0.4%). Das Geschäft auch im Asset Management mit Immobilien- und Infrastrukturanlagen für Dritte befindet sich auf einem eindrücklichen Wachstumskurs.

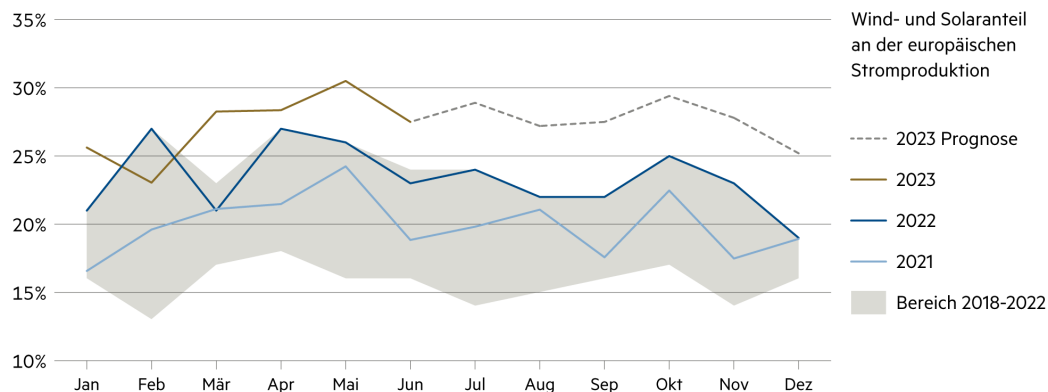
**Novartis (+13.6%):** Die Rendite übertrifft jene von Roche (-3.5%) bei weitem, aber auch jene von Lonza (+12.2%). Die Fokussierung beginnt sich auszuzahlen. Wachstum und Produktivität stimmen. Entsprechend zuversichtlich erscheint der Ausblick auf die kommenden Jahre.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→↗	↗	Der SMI legte im Juli 0.26% zu. Am stärksten war Partners Group (+16.2%), am unteren Ende lagen Richemont (-7.5%), Lonza (-5.3%), Roche, Zurich, ABB und Nestlé (je -1%).
Aktien Eurozone, Europa	→↗	↗	Im Juli sorgte ein überzeugender Halbjahresbericht für eine starke Rendite beim Baustoffzulieferer von Saint-Gobain (+10.3%). Andere Titel stagnierten.
Aktien USA	→↗	↗	Eine gute Performance im Juli zeichnete Alphabet/Google (+10%), KKR (+6%) sowie ThermoFisher Scientific (+5%) aus.
Aktien Schwellenländer	→↗	↗	Der breite Index MSCI Emerging Markets büsste in den letzten 5 Jahren 3.7% in Dollar ein, in Franken waren es -15.4%. Hier lohnt sich eine Selektion definitiv.



Alternative Anlagen

## In Europa nehmen die Energierisiken ab



Monatlicher Wind- und Solaranteil an der europäischen Stromproduktion (Quelle: Ember, Schätzung für Juli bis Dezember 2023 | Grafik: Zugerberg Finanz)

In der europäischen Stromproduktion spielen Windkraft und Sonnenergie eine immer bedeutendere Rolle. Im Mai betrug der Beitrag von Wind- und Solarenergie zur Stromproduktion rekordhohe 30.7%. In den Monaten Juni und Juli dürften neue Rekordwerte erzielt worden sein. Gas (14.7%) und Kohle (10.3%) spielen nur noch eine untergeordnete Rolle. Mit Wasserkraft (14.5%) und Gas (14.7%) kann auch im Winter gerechnet werden. Die Gasfüllstände liegen bereits über 86% und langfristige Lieferverträge sind abgeschlossen.

Die hervorragende Ausgangslage, die sich Europa erarbeitete, ist auch auf den Energiepreisschock aus den Anfängen des Ukraine-Kriegs zurückzuführen. Gewiss ist es keine Einladung, Strom zu verschleudern. Spürbar nähert sich die EU jedoch dem Ziel der Internationalen Energie Agentur, wonach sie bis 2030 50% Anteil an der Stromproduktion durch Wind- und Solarenergie erreichen muss, um ihr langfristiges Klimaziel zu erreichen. Gemeinsam mit Wasserkraft werden dann zwei Drittel des europäischen Stroms durch erneuerbare Energiequellen produziert.

Derzeit befindet sich die EU auf dem besten Weg, diesen Meilenstein vorzeitig zu erreichen. Die Energierisiken haben massiv abgenommen – dank modernsten Windrädern, welche die Weltwoche jüngst humorvoll als «Kathedraltürme der Klimareligion» bezeichnete. Mit den Bewilligungen hapert es noch immer, auch in der Schweiz.

Im laufenden Jahr ist der Anteil von Wind- und Solarenergie auf 27.1% gestiegen (vs. 22.3% im Jahr 2022). Von solchen Werten sind die USA und China noch deutlich entfernt. In beiden Ländern bewegt sich der Anteil der Wind- und Solarenergie (18%) an der

Stromproduktion deutlich tiefer.

In den USA ist Gas die primäre Quelle für Strom (ca. 40% Anteil). Wie in der EU spielt auch die Nuklearenergie (ca. 19% vs. 22% in der EU) eine bedeutendere Rolle als in China (ca. 5%). Da dient insbesondere Kohle zur Stromproduktion (60%), d. h. aus der Sicht der Kohlendioxidemission ist der Strommix in China mit Abstand am schlimmsten.

Was in Europa fehlt, ist ein flächendeckendes effizientes Stromnetz. In den laufenden Sommermonaten ist die Stromproduktion in Portugal und Spanien teils bereits zu über 100% auf erneuerbare Energiequellen zurückzuführen. Allerdings fehlt es an der Speicherkapazität und an der Leitungskapazität, den überschüssigen Strom ins französische Netzwerk einzuspeisen. Stattdessen müssen Windparks – übrigens auch in der Nordsee – vorübergehend ausser Betrieb genommen werden.

Die europäischen Grosshandel-Gaspreise lagen zuletzt bei 26.7 Euro pro MWh per Ende Juli (-61% seit Jahresbeginn). Die Gasspeicher in der EU sind weiter gestiegen und sind bereits zu 86.2% gefüllt (gegenüber 56% im Vorjahreszeitraum).

Nach der überraschenden Entscheidung Saudi-Arabiens, die Fördermenge einseitig um etwa eine Million Barrel täglich zu kürzen, und den guten konjunkturellen Aussichten nahmen die Ölpreise im Juli zwischen 13% (Sorte WTI) und 16% (Sorte Brent) zu. Der S&P Global Clean Energy Index (-0.6% im Juli) widerspiegelte dagegen die gesunkenen Preise für erneuerbare Energien und die Schwäche der Windkraftausrüster, die mangels Bewilligungen nicht ausliefern können.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Der Bloomberg Commodity TR Index (in Dollar) legte im Juli 6% zu und liegt nur noch 2% tiefer als zu Jahresbeginn.
Gold, Edelmetalle	→	→	Der Goldpreis nahm im Juli mit 1'713 Franken pro Unze (-0.35%) leicht ab. Der Silberpreis (21.6 Franken; +5.8%) nahm dank konjunkturell gestärkter Nachfrage zu.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Nachrangige Versicherungsanleihen, abgesichert in Schweizer Franken, verfügen nach dem Zinsgipfel über aussergewöhnlich gute Perspektiven.
Private Equity	→	↗	Unsere Selektion im Bereich «Listed Private Equity» bewährt sich weiterhin. Der Fonds legte im Juli (+4%) weiter zu. Seit Jahresbeginn resultiert ein Plus von 13%.

## Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)					
		31.07.2023	07/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
<b>Aktien</b>							
SMI	CHF	11'309.3	+0.3%	+5.4%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'927.1	+0.4%	+8.7%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	16'446.8	-0.2%	+14.5%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'497.8	-0.7%	+12.3%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	29'644.7	+2.9%	+21.2%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'699.4	+0.5%	+3.6%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'471.3	-0.4%	+14.2%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	35'559.5	+0.4%	+1.2%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'589.0	+0.2%	+12.7%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	14'346.0	+1.1%	+29.3%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	33'172.2	-1.4%	+10.5%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	66'527.7	-0.4%	+3.7%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	3'064.3	+0.4%	+11.0%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	1'046.9	+2.8%	+3.2%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
<b>Obligationen (gemischt)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.7	-0.5%	+0.4%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	179.0	+0.3%	+1.2%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	325.4	+1.4%	+4.2%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	259.3	+0.9%	+2.1%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
<b>Staatsobligationen</b>							
SBI Dom Gov	CHF	171.8	-0.3%	+7.7%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	140.6	-0.6%	-1.3%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	175.5	-0.3%	+1.3%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
<b>Unternehmensobligationen</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	176.2	+0.5%	+2.5%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.8	+0.1%	+0.9%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	563.3	+1.1%	+4.2%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	158.8	+0.9%	+2.1%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	273.2	+1.0%	+4.5%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
<b>Alternative Anlagen</b>							
Gold Spot CHF/kg	CHF	55'084.7	-0.3%	-0.5%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	107.3	+2.8%	-10.3%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'222.0	-1.1%	+0.1%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
<b>Währungen</b>							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8719	-2.6%	-5.7%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9588	-1.9%	-3.1%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.6124	-1.3%	-13.2%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1191	-1.6%	+0.0%	-9.3%	+1.9%	-5.7%

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](http://www.zugerberg-finanz.ch) finden entsprechende Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung.

Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lussliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, [info@zugerberg-finanz.ch](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch); Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.07.2023; Wirtschaftsdaten per 31.07.2023; Wirtschaftsprognosen vom 31.07.2023; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.