



Bootshafen, Stadt Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Positive Aktiendynamik im Herbst

Das makroökonomische Umfeld unterstützt weiterhin die positive Grundstimmung an den Aktienmärkten. Hinzu kommt, dass die Anleihensmärkte in den kommenden Monaten ihre jüngste Erholungsphase fortsetzen dürften, weil sich in den kommenden sechs Monaten mehrere Leitzinssenkungen in den USA wie auch in Europa abzeichnen. Der sinkende Inflationstrend erhöht vielerorts die Reallöhne und damit die Kaufkraft, weshalb wir bei einem balancierten Arbeitsmarkt weiterhin von einer erfreulich stabilen Konsum- und Wirtschaftsentwicklung ausgehen.

Die herbeigesehnte Abkühlung der US-Wirtschaft ist im Gang, ohne jedoch eine Rezession zu riskieren. Es wird erwartet, dass die Zentralbank Federal Reserve (Fed) im September den Zinssenkungszyklus in den USA eröffnet und damit den geldpolitisch restriktiven Kurs allmählich lockert. Das wird gewiss den Akquisitions- und

Fusionsmarkt, den Transaktionsmarkt für Privatmarktanlagen sowie den Immobilienmarkt beleben.

Selbst wenn vermehrt mit volatileren Aktienmärkten zu rechnen ist, bleiben unsere Erwartungen hinsichtlich Gesamtrisiko und Gesamtertrag einzelner Anlageklassen intakt. Wir gehen von einem attraktiveren Umfeld für Realanlagen als für Nominalwerte aus. Die Erholung der konjunkturellen Entwicklung in Europa dürfte sich im Herbst fortsetzen. Bei den technologiebezogenen Large Caps entwickelten sich die bislang veröffentlichten Quartalsergebnisse knapp im Rahmen der (hohen) Erwartungen. Wichtiger ist: In den USA wie in Europa dürften die sinkenden Zinsen für eine breit abgestützte Gewinnerholung unter den Small & Mid Caps sorgen und damit den Aufschwung an den Aktienmärkten breiter abstützen.

Gute Entwicklung im Juli

Im Juli drifteten die Aktienmärkte auseinander. Der US-Technologieindex Nasdaq (-0.7%) tauchte in eine Konsolidierungsphase. Auch der breite US-Index S&P500 (+1.2%) vermochte sich vom europäischen Stoxx Europe 600 (+1.4%) kaum zu unterscheiden. Dagegen war der Swiss Market Index (+2.6%) weltweit einer der stärksten Indizes im Juli.

Alle Anlageklassen legten im Juli zu, von den tieferen Zinsen profitierten am stärksten die Immobilien- und Infrastrukturwerte (+5.5%). Auch die Anleihen (+1.2%) vermochten etwas zuzulegen, doch behalten wir deren Gewichtung vor allem aus strategischen Überlegungen bei.

Der Swiss Market Index (SMI, +10.6% seit Jahresbeginn) stieg im Juli breit abgestützt. Bei unseren SMI-Positionen war Nestlé (-3% im Juli) der schwächste Titel. Aus dem Gesundheitswesen kam die beste Performance: Lonza (+20%) sowie Roche (+15%) legten

deutlich mehr zu als Alcon (+4%) und Novartis (+3%). Die stärkste Performance zeigten Accelleron (+24%) und SGS (+20%) im Inland und Thermo Fisher Scientific (+11%), Vinci (+7%) sowie Axa (+6%) im Auslandteil unserer Portfolios.

In der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. Revo1 mit einem hohen Anteil an Anleihen bei +2.2%) liegt die Rendite seit Jahresbeginn klar im Plus. In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +9.1% und R3 mit +9.9% seit Jahresbeginn) liegt die Gesamtrendite auf einem sehr guten Niveau.

Die dynamischen Risikoklassen 4 und 5 (z. B. Revo4 mit +12.0% und Revo5 mit +13.9% seit Jahresbeginn) liegen im Vergleich mit den langfristig erwarteten Jahresrenditen darüber. Die Performance der Dividendenlösungen (z. B. RDiv mit +11.0%) profitierte von ihrem starken Immobilien- und Infrastrukturteil.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juli 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz R1	+1.2%	+2.4%
Zugerberg Finanz R2	+1.7%	+6.3%
Zugerberg Finanz R3	+1.8%	+9.9%
Zugerberg Finanz R4	+2.1%	+11.9%
Zugerberg Finanz R5	+2.3%	+12.3%
Zugerberg Finanz RDividenden	+3.0%	+11.0%
Zugerberg Finanz Revo1	+1.4%	+2.2%
Zugerberg Finanz Revo2	+1.7%	+6.1%
Zugerberg Finanz Revo3	+2.0%	+9.1%
Zugerberg Finanz Revo4	+2.5%	+12.0%
Zugerberg Finanz Revo5	+2.7%	+13.9%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+4.1%	+11.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+2.1%	+2.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+3.0%	+1.9%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+3.8%	+1.4%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juli 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+1.2%	+0.7%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.8%	+2.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+1.1%	+5.0%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+1.4%	+7.9%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+1.1%	+8.3%

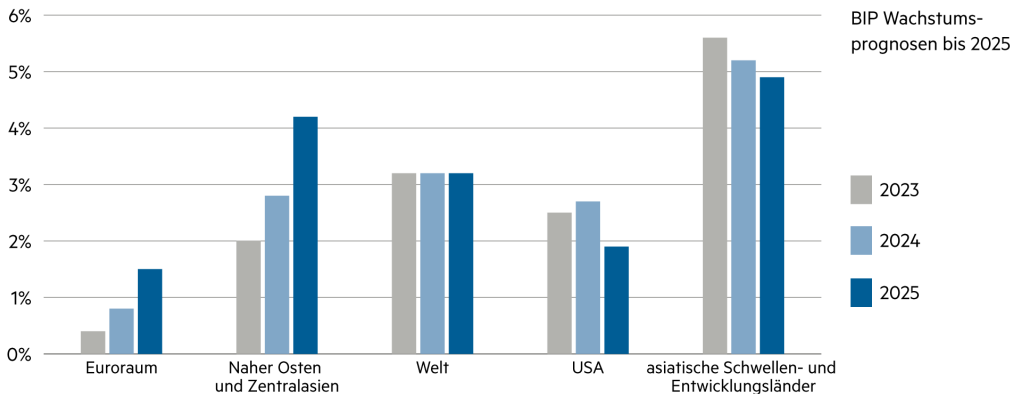
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juli 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+1.4%	+2.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.7%	+6.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+2.0%	+9.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+2.5%	+12.0%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+2.7%	+13.9%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+4.1%	+11.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+2.1%	+2.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+3.0%	+1.9%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+3.8%	+1.4%

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

Makroökonomie

Stabile makroökonomische Aussichten



BIP-Wachstumsprognosen bis 2025 (Quelle: Internationaler Währungsfonds 2024 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Internationale Währungsfonds (IWF) geht davon aus, dass das globale Wachstum bis Ende 2025 auf dem Niveau von 2023 (+3.2%) bleiben wird. Allerdings wird erwartet, dass dies eine Verlangsamung in den USA und China beinhaltet, die durch ein beschleunigtes Wachstum in Europa und in einer Reihe von Schwellenländern wie Indien und dem Nahen Osten ausgeglichen wird. In den asiatisch-pazifischen Ländern entwickelt sich das hohe Wachstum durch die Probleme in China leicht rückläufig.

Die Konjunkturabschwächung in China wirkt sich auf seine Handelspartner in Asien aus. Aber auch hier gilt: Die Indizes spiegeln die Leistung der grössten Unternehmen wider – nicht die volkswirtschaftliche Leistung. Indien und Japan heben sich in Asien weiterhin durch steigende Unternehmensgewinne und starke Fundamentaldaten ab. Allerdings verlangsamte sich die Dynamik insbesondere in Japan. In Indien waren keine besonderen branchen- und aktienspezifische Beobachtungen auszumachen: Da befindet sich die Gesamtwirtschaft in einem rasanten Wachstum. Unsere indischen Aktienkörbe (+15% seit Jahresbeginn) legten bereits wieder deutlich zu.

Die Wirtschaft in den USA kühlt sich ab (+2.1% im ersten Halbjahr). Das ist erwünscht, weil dies mit sinkender Inflation und wohl bald auch mit sinkenden Leitzinsen einhergehen wird. Der Staat kann sich die hohen Zinsen faktisch bereits heute nicht mehr leisten. Die Staatsausgaben (inkl. Ausgaben der Gliedstaaten und der Communities) stiegen auf 36%, obschon erhebliche Teile der Bildungsinstitutionen und des Gesundheitswesens durch die Privatwirtschaft getragen werden. Die hohen Zinsen auf den Staatsschulden beanspruchen in den USA inzwischen mehr als 10% der Steuereinnahmen.

Die wahre Zinslastquote ermittelt, welcher Anteil der Steuereinnahmen für Zinsen der jeweiligen Gebietskörperschaft aufgebracht wird.

In der Schweiz liegt dieser Wert bei 0.5% und in Deutschland bei 2%. Im viel kritisierten Frankreich liegt die Zinslastquote bereits bei 4%. Nirgendwo liegt sie allerdings so hoch wie in den USA mit über 10%. Die Bruttoverschuldung der USA beläuft sich gemessen am Bruttoinlandprodukt inzwischen auf 125%. Nach den Angaben des Congressional Budget Office steigt die reale und nominelle Verschuldung in den kommenden Jahren ungebremst weiter, denn politisch sind keine Konstellationen absehbar, welche das strukturell hohe Defizit nennenswert reduzieren würden.

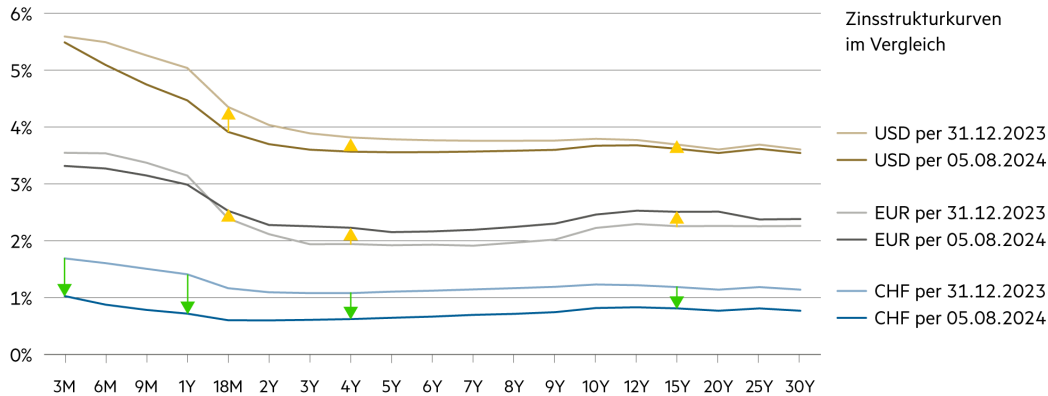
Für die Anleger gibt es bis zum Jahresende 2024 trotz geopolitischer Spannungen weiterhin Grund zu vorsichtigem Optimismus: Zinssenkungen in den Industrie- und Schwellenländern stehen an und eine offensichtliche Disinflation in den USA führt die Teuerung in die Zielbandbreite der Federal Reserve (Fed) zurück. Die PCE (Personal Consumption Expenditures) Inflation lag zuletzt bei +2.5% über dem Vorjahreswert. In den letzten 12 Monaten haben die Güterpreise stagniert; einzig die Dienstleistungspreise (insbesondere Wohnungspreise) sind noch angestiegen. Dieser Index ist für die Fed zentral, denn er verfolgt die Preisveränderungen der von Verbrauchern gekauften Waren und Dienstleistungen.

In Europa sind die Wachstumstriebkräfte unübersehbar, wobei Spanien und Frankreich sowie Irland deutlich stärker wachsen als Italien und Deutschland. Hinzu kommen attraktive Bewertungen in vielen Schwellenländern (z. B. Indien). Das Gewinnwachstum für Schweizer Aktien dürfte im laufenden und im kommenden Jahr knapp zweistellig zunehmen – bei Grossunternehmen (+10%) weniger stark wie bei mittleren Unternehmen (+17%).

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die Bewertungen bleiben für Langfrist-Investoren attraktiv. Eine bessere Nachfrage aus Europa und mehr Investitionen sorgen für Wachstumsimpulse.
Eurozone, Europa	↗	↗	Im 1. Halbjahr wuchsen Spanien (+3.2% annualisiert) und Frankreich (+1.3%) stärker als Italien (+1.0%) und Deutschland (+0.4%). Die Eurozone ist solid unterwegs.
USA	↗	↗	Das BIP-Wachstum dürfte sich in diesem Jahr trotz restriktiver Geldpolitik u. a. dank der expansiven Fiskalpolitik und dem robusten Konsum über 2% halten.
Rest der Welt	↗	↗	In Indien sind Wachstumsraten in der Grössenordnung von +7% p. a. zu erwarten, dank einer wachstumsfreundlichen Regierung und einer moderaten Geldpolitik.

Liquidität, Währung

Die Zinsen am kürzeren Ende sind attraktiver



Die Zinsstrukturkurve in Dollar, Euro und Franken. 3 Monate bis 30 Jahre; am 31.12.2023 und am 05.08.2024 (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Tatsache, dass das US-Haushaltsdefizit Monat für Monat weiterwächst, sollte für niemanden eine Neuigkeit sein. Der Zeitpunkt der tatsächlichen Kreditaufnahme, d. h. wann das US-Finanzministerium neue Anleihen ausgeben und verkaufen muss, ist bereits komplexer. Dies hängt vom genauen Zeitpunkt der fällig werdenden Anleihen, die verlängert werden müssen, sowie von grösseren Ausgaben wie den jüngsten Hilfspaketen für die Ukraine und Israel ab. Die USA müssen für ihre Schulden kurz-, mittel- und längerfristig deutlich mehr Zinsen aufwenden als die Eurozone respektive die Schweiz.

Das Finanzministerium verkaufte jüngst mehr Schuldtitel mit kurzer Laufzeit als üblich – vermutlich, weil es mit sinkenden Zinsen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve rechnet und deren Erneuerung bereits in einem Jahr auf einem deutlich tieferen Niveau anstrebt. Allerdings ist der Verkauf kurzfristiger T-Bills nicht mehr so einfach, zumal die Nachfrage aus dem In- und Ausland nachlässt. Die Privaten bauten sie massiv ab, weil auch sie mit sinkenden Zinsen rechnen, und verlagern ihr Kapital zunehmend in vielversprechendere Märkte.

Generell muss man sich stets vergegenwärtigen, dass die Anpassung an das neue Umfeld mit tieferer Inflation und moderaten makroökonomischen Risiken bislang weitgehend geordnet verlaufen ist. Dies ist nicht selbstverständlich. Wenn sich viele attraktive Anlagemöglichkeiten bieten, kann die Reise holpriger sein als erwartet.

Bis heute bleibt bemerkenswert, dass es trotz vereinzelter Inflationsenttäuschungen im ersten Halbjahr 2024 eine geringere Anleihevollatilität gab als in der Zeit, als die Zinssätze auf dem Weg nach

oben waren. Viele scheinen zu erkennen: Wenn die Zinssätze steigen, ist das Ziel beunruhigend ungewiss; auf dem Weg nach unten wissen wir trotz des Auf und Ab einzelner makroökonomischer Daten, dass der Endpunkt irgendwo zwischen Null und dem jetzigen Stand liegt. Das wirkt offensichtlich beruhigend und lässt die Volatilität sinken.

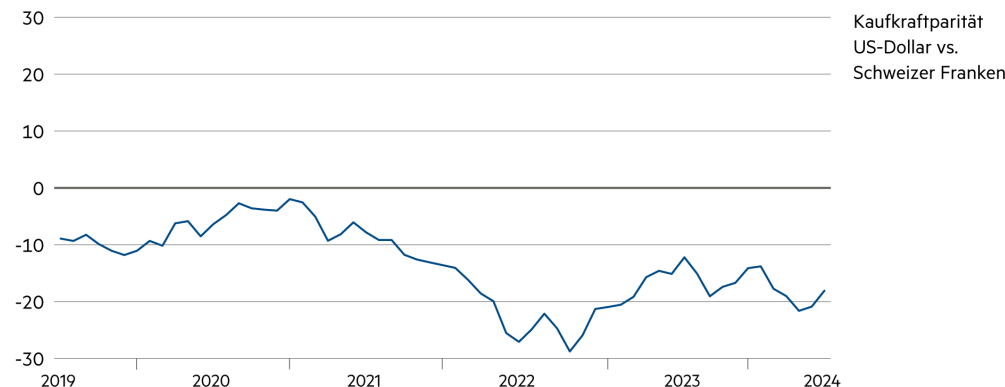
Daraus ergibt sich zudem ein Fokus für die kommenden zwölf Monate: die Bevorzugung der mittleren Punkte der Zinsstrukturkurve. Da werden die Zinsen insbesondere in den USA fallen. Weil die Renditen am kürzeren Ende der Zinsstrukturkurve vor allem von den Leitzinserwartungen bestimmt werden, sind die Höchstzinsen effektiv gedeckelt und sorgen für eine Aufwärtsbewegung bei der Gesamtrendite von mittelfristigen Anleihen. Allein deren Ausmass bleibt noch ungewiss, aber davon profitieren möchten wir unbedingt. Dagegen verringerten sich die mittelfristigen Renditeaussichten auf der Franken-Zinsstrukturkurve durch die rasche geldpolitische Anpassung der Schweizerischen Nationalbank an das erneuerte Inflationsumfeld.

Weiter draussen auf der Kurve liegen die Zinsen etwas höher als zu Jahresbeginn (Ausnahme Schweiz) und sorgten für Kursverluste bei den entsprechenden USD und EUR Anleihen. Hinzu kommen die Kosten der Währungsabsicherung. Eine Reihe anderer Faktoren ist zudem am längeren Ende der Zinsstrukturkurve renditebestimmend: beispielsweise die Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der US-Staatsverschuldung bis hin zur Unsicherheit über den Wachstumstrends und die Laufzeitprämie. Diese Überlegungen sorgen dafür, dass da gegenwärtig das Aufwärts- und das Abwärtsrisiko wohl symmetrisch ist.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Von Seiten der Inflation gibt es weitere Entspannungszeichen. Die Zinszügel dürften weiter gelockert werden, und die Kontoverzinsung tendiert erneut gegen Null.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Die EZB dürfte die Leitzinsen nach der Sommerpause behutsam weiter nach unten schrauben. Die Kaufkraftparität entspricht etwa dem gegenwärtigen Niveau.
US-Dollar / Schweizer Franken	↘	↘	Der Dollar liegt mit knapp 0.88 auf einem zinsbedingt tiefen Niveau (-2.3% im Juli). Aber die annualisierten Absicherungskosten von 4.2% (USD vs. CHF) bleiben hoch.
Euro / US-Dollar	→↗	→↗	Der Euro legte im Juli gegenüber dem Dollar klar zu (+1.1%). Dieser Trend könnte sich bis zum Jahresende noch fortsetzen.

Anleihen

Absicherung der Dollar-Anleihen notwendig



Kaufkraftparität US-Dollar vs. Schweizer Franken: Der Dollar ist stark überbewertet (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Derzeit ist der Dollar beinahe 20% überbewertet. Das geht aus dem Vergleich der Kaufkraftparität mit dem Schweizer Franken hervor. Mittelfristig muss somit mit einer Abwertung (von derzeit knapp 0.88) auf 0.71 Franken pro Dollar gerechnet werden; bereits im nächsten Jahr dürfte er gegen 0.80 tendieren. Deshalb macht es Sinn, die Dollar-Anleihen vollständig abzusichern, selbst wenn die Kosten derzeit bei 4.2% jährlich liegen. Die hohe Liquidität des USD-Anleihensmarktes macht ihn dennoch attraktiv.

Auf dem CHF-Anleihensmarkt ist die Auswahl ungefähr hundertmal kleiner als auf dem USD-Anleihensmarkt. Das macht die Diversifikation (Branchen, Laufzeiten, Ratings) schwieriger. Auch die Liquidität ist geringer, was noch fast bedeutender ist als die schlechte Branchengewichtung. Im Schweizer Anleihensmarkt gibt es viele Pfandbriefe, ein indirektes Finanzierungsinstrument der Banken, und direkte Bankanleihen. Gemeinsam mit den öffentlichen Körperschaften (Staat, Kantone, Gemeinden) machen diese etwa 75% des Marktolumens aus. Nicht-Finanzunternehmen spielen innerhalb des Swiss Bond Index eine geringe Rolle.

Tatsächlich finanzieren sich die grösseren Schweizer Unternehmen auch lieber an den liquideren EUR- und USD-Anleihensmärkten. Ob Nestlé oder Roche, SwissRe oder Helvetia – Transaktionen in CHF sind selten.

Im gegenwärtigen geldpolitischen Umfeld ist es zudem wichtig, über zahlreiche Branchen breit diversifiziert im zweiten Halbjahr zu agieren und auf Unternehmensebene sorgfältig selektiv zu bleiben. Es gibt weiterhin Opportunitäten auf den Anleihensmärkten, aber Disziplin ist insbesondere im Bereich der Top-Ratings angesagt.

Zu den Bereichen, die wir konsequent vermieden haben, zählen Schweizer Spitäler. Die sorgten u. a. durch Defizite für negative Schlagzeilen. Entsprechend wenig überraschend handeln einzelne Anleihen weit unter ihrem Ausgabenkurs. Die Seespital-Anleihe, die in einem Jahr fällig wird, handelt derzeit 24% tiefer als ihr Nominalwert. Gewisse handeln sogar 50% tiefer (z. B. Wetzikon).

Die Selektion macht es aus. Es gibt auch solide Spitalanleihen, z. B. von der Berner Uni-Klinik Stiftung Inselespital resp. von der Uni-Klinik Stiftung Kinderspital Zürich. Doch da zeigt sich am Spread von 125 Basispunkten, dass der Anleger für das Kreditrisiko abgegolten werden will – mit einer Prämie, wie sie beispielsweise auch der in Zug beheimatete Rohstoffhändler Glencore mit seinem BBB+ Rating bezahlen muss.

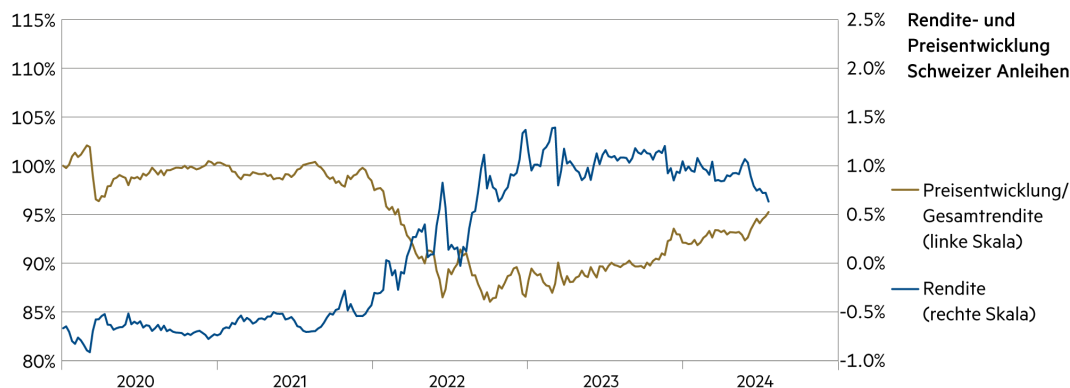
Für den Swiss Bond Index (SBI Total AAA-BBB) liegt die durchschnittliche Rückzahlungsrendite lediglich noch bei 1.0% (vs. 1.4% Ende Mai). Die Duration liegt bei über sieben Jahren (7.2). Steigen die Zinsen etwas, gehen die Anleihepreise gleich runter. Die im Vergleich zum Jahresbeginn erhöhten Anleihekurse in Franken hängen damit zusammen, dass die Benchmark-Renditen der zweijährigen Eidgenossen um 43 Basispunkte auf 0.6% und jene des zehnjährigen Eidgenossen um 21 Basispunkte auf 0.4% zurückfielen. In allen anderen europäischen Ländern sind die Renditen gestiegen und die Kurse gefallen.

Bei den grossen Anleihensmärkten (USD, EUR, GBP) zeichnet sich nun das lang ersehnte, umgekehrte Szenario ab. Die Leitzinsen gehen runter und treiben die Anleihekurse hoch. Das Risiko von Marktverwerfungen ist gering. Die Kreditrisikoprämien halten sich stabil.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	↗	Die Staatsanleihen von Top-Staaten verleihen einem Portfolio Sicherheit in unsicheren Zeiten – aber vielleicht auch nicht mehr als Gold.
Unternehmensanleihen	→↗	↗	In Unternehmensanleihen mit einer mittleren Bonität sehen wir weiterhin ein solides Renditepotenzial – währungsgesichert in CHF.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Risikoadjustiert bleiben nachrangige Anleihen von Finanz- und Industrie-Unternehmen weiterhin besonders interessant.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Solide Performance im bisherigen Jahresverlauf



Rendite- und Preisentwicklung von Schweizer Anleihen 01.01.2020 bis 31.07.2024 (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Weltanleihensindex liegt immer noch deutlich tiefer (-10.8%) als im Januar 2020. Bis im Juni 2023 war der Verlauf ziemlich parallel zum Swiss Bond Index. Weil die Inflationsraten in der Schweiz rascher zurückgingen als im Ausland und die Leitzinsen früher gesenkt werden konnten, setzte da die Erholung früher ein. Er liegt «nur noch» 4.3% tiefer. Damit ist aber das Erholungspotenzial im Wesentlichen bereits ausgeschöpft, sofern wir nicht wieder in eine Negativzinsperiode zurückfallen.

Beim Zugerberg Income Fund (ZIF), der sich zu rund 20% am Swiss Bond Index und zu 80% am Weltanleihensindex anlehnt, ist das gegenwärtige Erholungspotenzial wesentlich grösser als beim Swiss Bond Index. Das dürfte sich in den kommenden 12 bis 18 Monaten manifestieren, denn die sinkenden Leitzinsen werden den Weltanleihensindex voraussichtlich deutlich stärker in die Höhe treiben als den Swiss Bond Index.

Das hängt damit zusammen, dass die am Markt implizit gehandelten Leitzinsen in einem Jahr rund 144 Basispunkte (Dollar) respektive rund 124 Basispunkte (Euro) tiefer liegen. Auf zwei Jahre hinaus sind es 194 respektive 156 Basispunkte. Es liegt somit eine Periode vor uns, in der mit bedeutsamen Zinssenkungen gerechnet wird.

Nach sieben Monaten liegt die Gesamtrendite beim ZIF bei +0.6%, während der Weltanleihensindex (-0.4%) im bisherigen Jahresverlauf immer noch in der Minuszone verharrt. Kurzfristig sind wir aber schon mitten in der Leitzinswende. Im vergangenen Monat Juli legte der ZIF (+1.5%) im Zuge der Erwartung von geldpolitischen Locke-

rungen in den USA und in der Eurozone spürbar mehr zu als der Swiss Bond Index (+1.2%).

Mit dem Credit Opportunities Fund (COF) wurde im bisherigen Jahresverlauf eine Rendite von +5.4% erzielt. Der Hauptgrund liegt da allerdings nicht in den Zinssenkungserwartungen, sondern in der robusten Konjunktur. Die Durationsrisiken sind verhältnismässig gering.

Die aktuellen Aussichten auf tiefere Zinsen lockt wiederum vermehrt Gelder in die vom COF bevorzugten Kreditmärkte. Dort sind die Kreditrisikoprämien im Laufe des Jahres zwar etwas gefallen, aber sie bleiben attraktiv und tragen konstant und kontinuierlich zur nachhaltigen Rendite bei, während beispielsweise der Swiss Bond Index von einer einmaligen Verschiebung der Zinsstrukturkurve profitiert hat.

Monatlich erzielt der COF (währungsgesicherte) Renditeerträge von +0.4%, die sich deutlich von jenen beim Swiss Bond Index (+0.1%) abheben und auch die langfristige Überrendite gegenüber dem Swiss Bond Index begründen.

Da wir damit rechnen, dass in den kommenden 12 Monaten der Franken vom Wirtschaftszyklus her eher gestärkt wird, lohnt es sich, die Fremdwährungen im Portfolio konsequent abzusichern. Die Aufwertung des Frankens mag nicht gleich mit jener des Jahres 2023 vergleichbar sein, aber sie dürfte insbesondere mittelfristig gegenüber dem Dollar stark ausfallen.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2024 (seit Jahresbeginn)	+0.6%	+5.4%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-7.9% (-1.3%)	+31.9% (+2.4%)
Anteil positiver Renditemonate	53%	67%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	109 BP (-8 BP)	431 BP (-92 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

Steigende Eigenheimpreise



Oberwil, Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Im zweiten Quartal 2024 haben sich die Eigenheime weiter verteuert und lagen zuletzt rund 2.7% höher als vor einem Jahr: Bei den Einfamilienhäusern (+3.1%) war der Zuwachs stärker als bei den Eigentumswohnungen (+2.4%). Interessanterweise sanken die Preise an teuren Seelagen rund um Zürich, Zug und Genf. Dagegen wiesen Bergregionen insbesondere in den touristischen Destinationen der Kantone Graubünden und Wallis sowie in der Zentralschweiz und im Berner Oberland die stärkste Preisdynamik auf.

Das geringe Wohnungsangebot in den Berggemeinden begünstigte die höchsten Preisanstiege in den Bergen. Die Preisentwicklung in anderen Regionen fiel schwächer aus. In der Nordwest- und der Ostschweiz liegen derzeit die Preise vielerorts unter den Vorjahreswerten.

Die aktuelle Nachfrage nach Eigenheimen liegt deutlich unter dem vorpandemischen Niveau. Daran dürften auch die tieferen Leitzinsen und damit sinkenden Finanzierungskosten wenig ändern, denn die Regeln der Tragbarkeit orientieren sich am kalkulatorischen Zinssatz von 5%, nicht an den effektiven Zinsbelastungen, selbst wenn diese auf viele Jahre hinaus fixiert werden.

Um zu beurteilen, ob die Tragbarkeitsanforderungen erfüllt sind, müssen die Finanzinstitute auf Geheiss der Aufsichtsbehörden folgende Rechnung machen: Die jährlichen Kosten für die Immobilie (kalkulatorischer Zinssatz von 5% der Hypothek + Amortisation + Nebenkosten 1% des Verkehrswerts) sollten nicht mehr als 33% Ihres Bruttoeinkommens betragen.

Mindestens 20% des Immobilienwertes ist mit Eigenkapital zu finanzieren. Wobei mindestens 10% mit Eigenkapital finanziert werden muss, das nicht aus der beruflichen Vorsorge stammt. Kostet eine Immobilie beispielsweise 800'000 Franken, müssen 160'000 Franken aus dem Eigenkapital finanziert werden. Es gibt nur wenige Ausnahmen zu dieser Politik.

Hinzu kommt, dass für die Vergabe von Hypotheken die Vorgaben strenger interpretiert werden, je höher das Alter ist. Da können sich die finanziellen Umstände durch die Pensionierung stark verändern.

Aufgrund der Zinsstrukturkurve lassen sich im gegenwärtigen Umfeld zwei- bis vierjährige Hypothekarkredite zu deutlich unter 2% abschliessen. Bei einem Kredit von 640'000 Franken sorgt dies für monatliche Zinsbelastungen von rund 1'067 Franken.

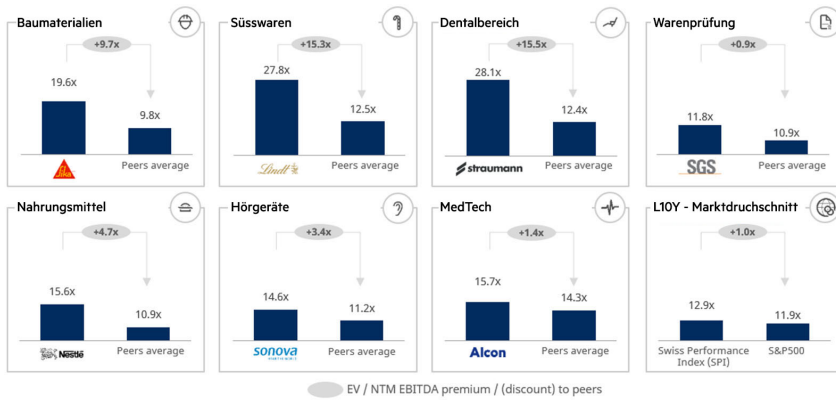
Zurück zu den Anlagelösungen: In unseren Portfolios befinden sich Immobilien- und Infrastrukturanlagen jeweils mit einer breiten Diversifikation. Im Juli legten alle Werte zu. Im laufenden Jahr vermochten noch nicht alle Positionen zu überzeugen. Vinci (-4% Gesamtergebnis seit Jahresbeginn) hinkt klar dem Leader Flughafen Zürich (+19%) hinterher. Dazwischen liegen BKW (+9%) und Veolia Environment (+6%).

Durch Beimischung von Immobilien- und Infrastrukturanlagen lässt sich ein typisches Aktien+Anleihen Portfolio über längere Perioden hinweg in der Effizienz steigern, da deren Volatilität geringer als beim Gesamtaktienmarkt ist und dennoch vergleichbare Renditen erzielt.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Die Angebotsmieten (Homegate: +6% in 1 Jahr) basieren auf Inseraten. Sie haben je länger, je weniger mit der Realität zu tun. Nur noch die Ladenhüter sind da.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	↗	Die Immobilienbewerter haben noch nicht realisiert, dass die langfristigen Zinsen deutlich gesunken sind (auf 0.4% Rendite beim zehnjährigen Eidgenossen).
Immobilienfonds CH	→	↗	Wie bei einem Dividendenportfolio geht es um den Barwert der zukünftigen Zahlungen. Der tiefere Diskontsatz erhöht allmählich wieder die Bewertungen.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Disziplinierte Selektivität ist gefragt, um von der Renditeoptimierung durch die Inklusion von Infrastrukturtiteln nachhaltig zu profitieren.

Aktien

Der Schweizer Aktienmarkt bleibt attraktiv



Führende Schweizer Unternehmen handeln mit einer Bewertungs-Prämie gegenüber ihrer Vergleichsgruppe; Daten per Mai 2024 (Quelle: SIX | Grafik: Zugerberg Finanz)

Alle Aktienanalysten richten ihren Fokus auf die USA. Die US-Aktien dominieren mit 70% denn auch den Weltaktienindex. Aber es lohnt sich, den Schweizer Aktienmarkt zu betrachten. Seit der Jahrtausendwende vermochte der Schweizer Aktienmarkt (+218% Gesamtertrag inkl. Dividenden) den MSCI Welt (+148%) deutlich zu übertreffen. Hinzu kommt, dass führende Schweizer Unternehmen bewertungsmässig typischerweise höher gehandelt werden als ihre Vergleichsgruppen. Diese Prämie resultiert daraus, dass die Käufer den wahrgenommenen inneren Wert der Aktie höher bewerten als den fundamentalen Wert.

Über eine längere Frist schlägt der Schweizer Aktienmarkt den Weltaktienindex. Wenn es um die rein ökonomisch-fundamentale Betrachtung von Nestlé im Vergleich beispielsweise mit Unilever und Danone geht, sind die Investoren offensichtlich bereit, eine Prämie zu bezahlen. Das ist bei verschiedenen marktführenden Schweizer Unternehmen der Fall, so etwa bei Sika (Bauchemikalien), Alcon (Augenheilkunde), SGS (Warenprüfgesellschaft) und auch Holcim (Baumaterialien) sowie Partners Group (Privatmarkt-Assetmanager).

Eine konstant höhere Bewertung ist das Ergebnis einer jahrelangen Kommunikation mit dem Kapitalmarkt und der Erfüllung der unternehmenseigenen Prognosen. Sie kann auch auf eine grössere Marktdeckung (Nestlé) oder ein breiteres Sortiment (Sika, SGS) zurückgeführt werden. Beides sorgt für eine bessere Diversifikation der Ertragsquellen und damit einhergehend tiefere Schwankungen bei den effektiven Ergebnissen.

Der Schweizer Aktienmarkt bietet im Weiteren eine Reihe namhafter

Unternehmen, die vor einem grösseren Wachstumsschub stehen. Zudem ist die Liquidität hoch, was die Attraktivität der kotierten Aktien erhöht. Weltweit werden Schweizer Aktien gerade auch in volatilen Marktphasen aufgrund ihres defensiven Charakters geschätzt. So kommen Schweizer Qualitätsaktien meist besser durch Krisen (z. B. Pandemie) als ihre Wettbewerber und verfügen über eine ausgezeichnete Resilienz. Und selbst wenn sich in den USA eine konjunkturelle Abflachung anbahnt, verzeichnen viele hiesige Unternehmen ein robustes Gewinnwachstum.

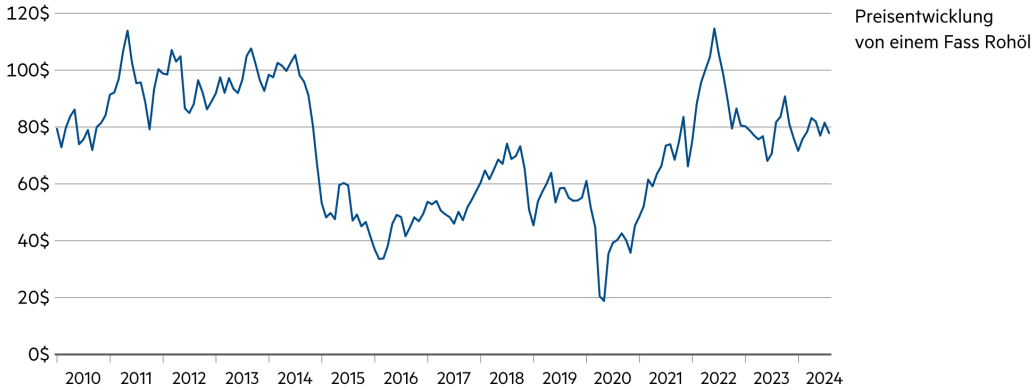
Ein weiterer Vorteil gegenüber vielen Aktien besteht in der Schweizer Unternehmenskultur, die dem Aktionär jeweils einen wesentlichen Teil des Gesamtertrags als Dividende ausschüttet. Und weil die Gesamterträge in einer wachsenden Wirtschaft zunehmen, nimmt auch die Summe aller Ausschüttungen zu. Unter Risikogesichtspunkten sind dividendenstarke Unternehmen interessant, weil sie häufig in defensiven, reifen Märkten tätig und dadurch weniger anfällig für Konjunkturzyklen sind. Fachtechnisch resultiert daraus eine geringere Volatilität.

Ein Aktienportfolio benötigt auch eine branchenbezogene Diversifikation. Deshalb erachten wir es für wichtig, US-Tech-Giganten im Portfolio zu halten, denn dieses Segment liesse sich in der Schweiz nicht abdecken. Dank dem Anteil von 18% Technologietiteln am Aktienportfolio in der Risikoklasse 5 haben wir die anhaltende Technologierallye nicht verpasst. Wir realisierten nach dem starken Anstieg einen Teil der Kursgewinne, bleiben aber überdurchschnittlich exponiert. Denn gemäss UBS liegen in einem durchschnittlichen Aktienportfolio eines Schweizer Bankkunden lediglich etwa 5% Tech-Werte.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→↗	↗	Das Kurspotenzial mag limitiert sein, aber die Dividendenrendite in unserer Selektion von hochwertigen Schweizer Aktien bleibt attraktiv.
Aktien Eurozone, Europa	→↗	↗	Spezifische Stärken und Chancen prägen unsere Selektion von Marktführern wie SAP (+42% ytd Gesamterträge), Schneider Electric (+24%) und Axa (+17%).
Aktien USA	→↗	↗	Die mediale Aufmerksamkeit im Bereich KI ist immer noch auf wenige Aktien konzentriert, dabei breiten sich die KI Anwendungen in hohem Tempo aus.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Uns interessiert vor allem strukturelles, qualitativ hochwertiges Wachstumspotenzial über einen längeren Zeitraum. Das finden wir (selektiv) in Indien vor.

Alternative Anlagen

Energiepreise von geringer Bedeutung



Preisentwicklung von einem Fass Rohöl 2010 bis heute, (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Zu Jahresbeginn gab es Erwartungen, wonach der Ölpreis im Zuge der geopolitischen Spannungen in die Bandbreite von 150 bis 200 Dollar pro 159 Liter Fass (1 Barrel) steigen würde. Derzeit liegt der aktuelle Preis etwa bei der Hälfte der unteren Prognosebandbreite – notabene auf dem durchschnittlichen Preisniveau der vergangenen 15 Jahre, d. h. real ist der Ölpreis gefallen, in Franken ohnehin.

Trotz weltwirtschaftlichem Wachstum und damit erhöhtem Energiebedarf insbesondere in den Schwellenländern und trotz Förderkürzungen des ölproduzierenden Förderkartells OPEC+ bleibt das Preisniveau von Rohöl stabil.

Die letzten grossen Ausschläge nach unten gab es im März 2020 (Ausbruch der Corona-Pandemie) und nach oben im März 2022 (Angriffskrieg gegen die Ukraine). Aber insgesamt sorgen die Rohölpreise über einen längeren Zeitraum kaum mehr für besorgniserregende Entwicklungen. Dennoch ist spannend, wie die verschiedenen Volkswirtschaften mit dieser Thematik umgehen.

Wesentliche Teile der europäischen Wirtschaft sind beispielsweise von Rohöl inzwischen abgekoppelt. Die Energieintensität der BIP-Entwicklung nahm dort ab, und die Energiequellen wurden erfolgreich diversifiziert. Das bleibt auch weiterhin wichtig, um die Wertschöpfung in die richtige Richtung zu steuern.

Wer Rohöl importiert, verschlechtert damit nicht nur seine Handelsbilanz, sondern belastet die Umwelt und sorgt für politische Abhängigkeiten. Unverständlich ist zudem, wenn produktive Tätigkeiten mit geringer Wertschöpfung mit importierten Ressourcen (Rohöl, ausländische Fabrikarbeiter) mitten in Europa aufrechterhalten

werden. Viel konsequenter wäre, energieintensive Produktionsstätten an die Quellen der Energie zu verlagern.

Wer wie Frankreich über eine robuste Atomstromproduktion verfügt, kann sich durchaus eine energieintensive, industrielle Produktion leisten. Wer allerdings wie Deutschland weder Atomstrom noch die Kohleverstromung (aus inländischer Kohle, notabene) wünscht, ohne über echte Alternativen einer Energiewende zu verfügen, muss sich über die Abwanderung von industrieller Produktion und geringe Elektrovehikel-Absatzzahlen in einem Hochpreis-Stromland nicht wundern. Energiepolitisch liegt die Produktion von Wind- und Solarkraft im Argen, ebenso die Stromübertragungsinfrastruktur (schleppende Planungs- und Genehmigungsverfahren). Die eigenen Kernkraftwerke abzuschalten und dann den Strom primär aus Frankreich zu importieren (10 Terrawattstunden bislang in diesem Jahr), macht die deutsche Politik nicht glaubwürdiger.

Insbesondere die nicht robust energieproduzierenden europäischen Volkswirtschaften sollten sich auf wertschöpfungsintensive, energiearme Branchen und Tätigkeiten fokussieren.

Wer lokale Energieträger forciert, sorgt für Wertschöpfung in der eigenen Volkswirtschaft. Das macht die Schweiz beispielsweise mit ihrer wichtigen Wasserkraftproduktion. Mit Wasserkraft werden hierzulande jährlich 37 TWh produziert. Bis 2040 stehen im Winter zwei zusätzliche Terrawattstunden zur Verfügung – dank zusätzlicher Speicherseen. Allein am Grimsel sorgt die um nur 23 Meter erhöhte Staumauer fast zu einer Verdoppelung der Staumenge: Statt 94 Mio. nun bald 170 Mio Kubikmeter Wasser.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	→↗	Die Nachfrage nach fossilen Brennstoffen dürfte im globalen Energiesystem nach BP-Prognosen weiterhin deutlich zunehmen, allerdings ohne grossen Preiseffekt.
Gold, Edelmetalle	↗	→	Chinas Zentralbank hat offiziell erstmals seit 18 Monaten kein Gold mehr gekauft. 5% ihrer Reserven sind nun in Gold angelegt. Spielraum ist weiterhin vorhanden.
Insurance Linked Securities	→↗	↗	Mit den ILS-Lösungen, die aufgrund ihrer Liquidität ausschliesslich in den Freizügigkeitsstrategien eingesetzt werden, sind wir weiterhin zufrieden.
Private Equity	↗	↗	Wir schätzen die Aussichten von diversifizierten Privatmarktlösungen in den kommenden 12 bis 18 Monaten dank tiefer Zinsen ausserordentlich positiv ein.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)			Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)		
		31.07.2024	07/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Aktien							
SMI	CHF	12'317.4	+2.7%	+10.6%	+3.8%	-16.7%	+20.3%
SPI	CHF	16'356.3	+2.7%	+12.3%	+6.1%	-16.5%	+23.4%
DAX	EUR	18'508.7	+0.3%	+13.3%	+13.1%	-16.3%	+10.4%
CAC 40	EUR	7'531.5	-0.5%	+2.3%	+9.6%	-13.9%	+23.6%
FTSE MIB	EUR	33'763.9	+0.7%	+14.0%	+20.4%	-17.3%	+17.3%
FTSE 100	GBP	8'368.0	+2.0%	+14.2%	-0.3%	-8.8%	+16.7%
EuroStoxx50	EUR	4'872.9	-1.6%	+10.5%	+12.1%	-16.0%	+16.0%
Dow Jones	USD	40'842.8	+2.3%	+13.7%	+3.5%	-7.7%	+22.2%
S&P 500	USD	5'522.3	-0.9%	+21.5%	+13.1%	-18.5%	+30.6%
Nasdaq Composite	USD	17'599.4	-2.7%	+23.0%	+30.6%	-32.3%	+25.0%
Nikkei 225	JPY	39'101.8	+3.4%	+14.7%	+8.6%	-19.7%	-2.6%
Sensex	INR	81'741.3	+1.0%	+18.1%	+7.4%	-4.8%	+23.2%
MSCI World	USD	3'571.6	-0.3%	+18.2%	+10.8%	-18.5%	+23.7%
MSCI EM	USD	1'084.8	-2.1%	+11.2%	-2.6%	-21.5%	-1.8%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	154.1	+1.4%	-0.8%	+2.2%	-13.2%	-3.0%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.3	+1.7%	0.0%	+4.2%	-16.7%	-2.0%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	350.5	+1.4%	+3.2%	+8.7%	-13.6%	+1.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	270.1	+1.4%	+1.7%	+4.5%	-18.2%	-2.7%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	184.9	+1.9%	+3.0%	+12.5%	-17.0%	-4.2%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	140.0	+1.7%	-1.2%	-0.5%	-15.0%	-3.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	179.3	+2.0%	-1.3%	+4.8%	-18.9%	-3.7%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	186.6	+1.1%	+2.7%	+5.7%	-7.5%	-0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.3	+1.9%	-0.6%	+3.5%	-18.5%	-2.3%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	598.7	+1.5%	+2.1%	+8.5%	-13.7%	+4.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	165.8	+1.4%	+0.7%	+5.9%	-14.1%	-1.2%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	294.4	+1.0%	+2.5%	+9.8%	-10.9%	+3.2%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	69'090.1	+2.1%	+22.7%	+0.8%	+1.0%	-0.6%
Commodity Index	USD	96.4	-6.4%	+2.6%	-20.4%	+15.1%	+30.8%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'485.7	+2.7%	+6.2%	+5.4%	-17.3%	+7.6%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8780	-2.3%	+4.3%	-9.0%	+1.3%	+3.1%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9507	-1.3%	+2.3%	-6.1%	-4.6%	-4.0%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5852	+4.8%	-1.9%	-15.4%	-11.0%	-7.5%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1288	-0.7%	+5.3%	-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 31.07.2024; Wirtschaftsdaten per 31.07.2024; Wirtschaftsprognosen vom 31.07.2024; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.