



Bröchliweg, Oberwil, Stadt Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Zinssenkungen im Mittelpunkt

Im September steht bei einer Reihe von Zentralbanken eine geldpolitische Lagebeurteilung an. Sie dürfte vielerorts mit Leitzinssenkungen verbunden sein. Eine wichtige Rolle spielt es, wie die jeweiligen Zentralbanken argumentieren und wie sie über den September hinaus die nächsten Schritte angehen. Das Einfangen der Kapitalmarkterwartungen ist wichtig. Über den Sommer hinweg gab es ausgerechnet bei der grössten Zentralbank der Welt, der US-amerikanischen Federal Reserve (Fed), eine Kakophonie von Botschaften, die sich als wenig hilfreich erwies und zu den Marktturbulenzen anfangs August beitrug. Mit klaren Statements beim vielbeachteten Zentralbanken-Treffen in Jackson Hole ging gegen Ende August dagegen ein Ruck Zuversicht durch sämtliche Kapitalmärkte und hievte die Aktienindizes auf Allzeithochs (gleichgewichteter S&P 500, Swiss Market Index inkl. Dividenden, Euro Stoxx 50 usw.). Anfang August ruckelte es mächtig an den weltweiten Kapitalmärkten, insbesondere in Tokio und in New York, weil Rezessionsorgen

aufkamen. Doch verflüchtigten sich diese durch den makroökonomischen Datenfluss. Fakten liessen die Aktienmärkte sich erholen. Die Detailhandelsumsätze in den USA wie auch in Europa lassen auf einen nach wie vor robusten Konsum schliessen. Zudem stieg die Konsumentenstimmung beidseits des Atlantiks an. Die Arbeitsmarktlage ist angespannt, aber nicht überhitzt. In Summe bestätigte sich die leichte Verlangsamung der US-Wirtschaft und die mässige Beschleunigung in Europa (Frankreich, Spanien, Grossbritannien). Die Schweiz wächst mit annualisiert +2.0% stärker als erwartet. In Asien verlagert sich der Wachstumspol vom schwächelnden China nach Indien, das sich immer mehr als Werkplatz-Alternative anbietet und über hohe personelle und finanzielle Ressourcen verfügt. In China dagegen enttäuschte die industrielle Produktion sowie die Nettokreditvergabe von Banken an private Haushalte und Unternehmen. Sie war im Juli erstmals seit 20 Jahren negativ.

Nach volatilem Start endete der SMI auf 12'436 Punkten

Im August legte der Swiss Market Index (+1.0%) leicht zu. Die US-amerikanischen Indizes legten zwar etwas mehr zu (z. B. S&P500 +2.3% in USD), doch der Dollar büsste mehr als 3% ein und so kehrte der Nettoeffekt sogar ins Minus (z. B. S&P500 -1.2% in CHF). Einen positiven Monat verzeichneten die Anleihen. Der Swiss Bond Index (+0.3%) legte im August etwas zu. Bei unseren Anleihen lag die Rendite spürbar höher. Dies führte dazu, dass sich die Portfolios mit einem starken Anleiheanteil erneut über ein positives Monatsergebnis freuen konnten.

In der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. Revo1 mit einem hohen Anteil an Anleihen bei +2.8%) liegt die Rendite seit Jahresbeginn klar im Plus. In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +9.3% und R3 mit +10.0% seit Jahresbeginn) liegt die Gesamtrendite auf einem

sehr guten Niveau.

Die dynamischen Risikoklassen 4 und 5 (z. B. Revo4 mit +11.9% und Revo5 mit +13.7% seit Jahresbeginn) liegen im Vergleich mit den langfristig erwarteten Jahresrenditen deutlich darüber. Die Performance der Dividendenlösungen (z. B. RevoDividenden mit +11.8%) profitierte im August von der starken Erholung europäischer Dividentitel. Die dividendenlosen US-Wachstumstitel, die im August in Franken teils deutlich negative Kursverläufe (z. B. Amazon -9%, Alphabet -9%, Microsoft -4%, Nvidia -1%) erzielten, sind in den Strategielösungen der Kategorien 4 und 5 am stärksten gewichtet. Die negative Entwicklung schlug sich nur moderat nieder, weil wir die Positionen zuvor – nahezu bei ihren Jahreshöchstkursen – reduziert hatten.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	August 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz R1	+0.5%	+2.9%
Zugerberg Finanz R2	+0.1%	+6.5%
Zugerberg Finanz R3	+0.1%	+10.0%
Zugerberg Finanz R4	-0.1%	+11.8%
Zugerberg Finanz R5	-0.1%	+12.2%
Zugerberg Finanz RDividenden	+0.4%	+11.5%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.5%	+2.8%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.2%	+6.3%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.1%	+9.3%
Zugerberg Finanz Revo4	-0.2%	+11.9%
Zugerberg Finanz Revo5	-0.2%	+13.7%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+0.5%	+11.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.7%	+1.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-1.1%	+0.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-1.2%	+0.2%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	August 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.6%	+1.2%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.8%	+3.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.3%	+5.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.3%	+8.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+1.0%	+9.4%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	August 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.5%	+2.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.2%	+6.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.1%	+9.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-0.2%	+11.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-0.2%	+13.7%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+0.5%	+11.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.7%	+1.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-1.1%	+0.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-1.2%	+0.2%

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

Makroökonomie

Beruhigender makroökonomischer Datenfluss



(Bild: stock.adobe.com)

Der Zustand der Wirtschaft wurde am wirtschaftspolitischen Symposium in Jackson Hole (USA) eingehend diskutiert. Die Befürchtungen einer hartnäckigen Inflation wie auch jene einer harten Landung der US-Wirtschaft konnten zerstreut werden. Die Einkaufsmanagerindizes signalisieren eine geordnete Abkühlung der postpandemisch erhitzten US-Volkswirtschaft. Das Konsumklima bleibt robust, wie auch der Indexanstieg der Konsumentenstimmung der University of Michigan (von 66.4 auf 67.8 im Juli) untermauerte. Somit dürfte das reale BIP Wachstum in den USA in der zweiten Jahreshälfte auf über 2% zusteuern.

Die Wachstumsprognosen für das BIP sind weltweit gestiegen. In Europa ging man für den Herbst noch vor wenigen Wochen von +1.1% aus, mittlerweile sind es +1.3%. Zudem dürfte sich das Wachstum im kommenden Jahr auf +1.5% erhöhen. Das sind nicht gigantische Veränderungen, aber positive, welche in die richtige Richtung gehen. In der Schweiz mit dem markantesten Bevölkerungswachstum von +1.7% im Jahr 2023 dürfte das BIP im laufenden Jahr deutlich stärker wachsen (+2.5%). Die stabilen Arbeitslosenzahlen und die tiefe Zahl offener Stellen legen nahe, dass die Wirtschaft zusätzliche Arbeitskräfte sucht.

Das globale Geschäftsklima liegt mit 54.5 Punkten weiterhin im positiven Bereich. Deutsche Unternehmen haben im Allgemeinen ein tieferes Sentiment, doch im Süden Europas spürt man erhebliche Verbesserungen. Das gilt auch für das Konsumentensentiment, welches in den letzten zwei Monaten auf 56.0 Punkte (+2.4) gestiegen ist. Dazu trug die tiefe Inflationsrate von +2.2% bei. Interessan-

terweise ist das Sentiment in Deutschland massgeblich angestiegen. Das hängt gewiss auch mit spürbaren Reallohnerhöhungen, geringer Inflation (+1.9% im August vs. Vorjahr) und neuen Jahrestiefs bei den Benzinpreisen zusammen.

Mit rund 78 Dollar ist der Preis für Nordseeöl ebenfalls nicht mehr weit von seinem Jahrestief von 75 Dollar entfernt, das anfangs Januar erzielt wurde. Mit etwas Planung lassen sich beim Kraftstoff je nach Tankstelle und je nach Tageszeit ohnehin noch erhebliche Kosten einsparen.

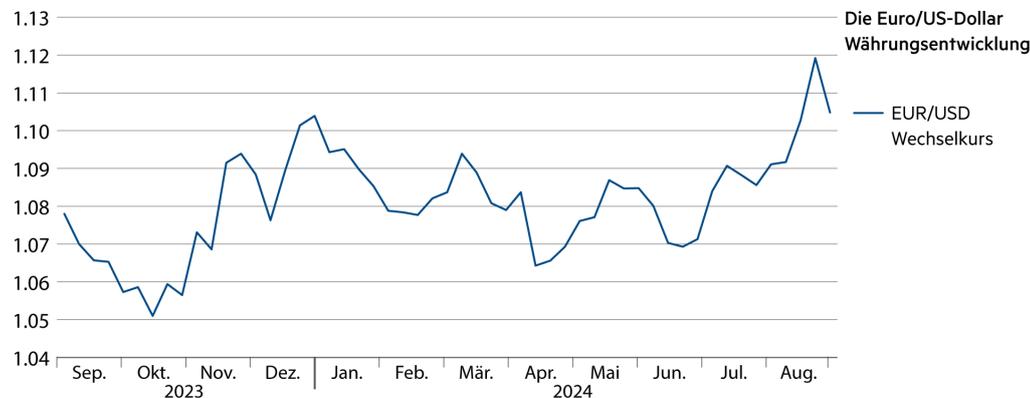
Auch die konjunkturellen Vorlaufindikatoren, die sich aus länderspezifischen Einkaufsmanagerindizes ableiten lassen, sind anfangs September positiv. Der Trend ist global derselbe. Im widerstandsfähigen Dienstleistungssektor sind es global deutliche Werte über 50. Im August lag der globale Indexwert bei 53.3 und indiziert damit eine Beschleunigung des weltwirtschaftlichen Wachstums. Im industriellen Sektor liegt der globale Indexwert bei 49.7, was demselben Wachstum wie im Vorjahr entspricht und keine Sorgen hervorruft. Die Kluft zwischen den Sektoren gibt es überall, selbst in der stark wachsenden Volkswirtschaft Indiens liegen die Werte im Dienstleistungssektor höher (PMI Industrie +58, PMI Dienstleistungen +60).

Die Fortschritte in der Inflationsbekämpfung sind unübersehbar. Das bedeutet nicht, dass in Sachen Inflation blind Entwarnung angemessen ist. Aber die Entlastung an der Preisfront erfreut jedes Haushaltsbudget, das derzeit immer noch von höheren Lohneinkommen und damit von real höherer Kaufkraft profitiert.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Ende 2023 haben in der Schweiz 8.96 Millionen Menschen gelebt; 146'900 mehr als im Vorjahr. Das Bevölkerungs- und BIP-Wachstum dürfte auch 2024/25 anhalten.
Eurozone, Europa	↗	↗	Die niedrigste Inflation seit 2021 sorgt für eine positive Konsumentenstimmung. Für die Verbraucher haben sich die Güterpreise jüngst kaum mehr verändert.
USA	↗	↗	Das BIP-Wachstum bleibt robust, dank Konsum, Arbeitsmarkt und den rekordhohen Investitionen rund um KI, welche die Wirtschaftsprozesse revolutioniert.
Rest der Welt	↗	↗	Der MSCI Schwellenländer ohne China Index (25% davon betrifft Indien) gewinnt immer mehr Investoren. Im Preismomentum liegt er positiv, genauso wie das BIP.

Liquidität, Währung

Die Euro-Aufwertung überrascht nicht



Die Euro/US-Dollar Währungsentwicklung in den vergangenen 12 Monaten; 31.8.2023 bis 31.8.2024 (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Euro stärkte sich seit Ende Juni gegenüber dem Dollar (+3.1%). Da scheint er sich vorerst oberhalb der Marke von 1.10 festzusetzen. Umstritten ist allerdings beim wichtigsten Währungspaar auf dem Devisenmarkt, ob es sich um eine Stärke des Euros oder um eine fortgesetzte Schwäche des Dollars handelt. Der Dollar erzielte seit seinem Hoch Ende April starke Einbussen gegenüber dem Franken (-7.6%).

Seit dem 26. Juni legte der Euro 3.4% gegenüber dem Dollar zu. Gegenüber dem Franken blieb der Euro einigermassen stabil. Der Franken legte gegenüber dem Dollar ebenfalls zu. Der Kurs fiel in der entsprechenden Periode von 0.90 Franken auf 0.85 (-5.3%). Darin sieht man eine subtile Mechanik, dass es sich weniger um eine Euro-Stärke als vielmehr um eine Dollar-Schwäche handeln dürfte.

Die Dynamik der Dollarschwäche könnte sich mit sinkenden Leitzinsen und sinkenden Erträgen auf den Dollar-Anleihen verstärken. Manche glauben zwar, dass der Dollar sich nicht mehr weiter abschwächen könne, weil Zinssenkungen auf 3.0% bis 3.25% bereits eingepreist seien. Fakt ist jedoch, dass der Dollar auf dem Terminmarkt auf Ende August 2025 zu knapp 0.82 und auf Ende August 2026 zu weniger als 0.80 gehandelt wird.

Sollten wider Erwarten schwache Wirtschaftsdaten aus den USA eintreffen, könnte dies den Dollar allerdings noch etwas tiefer fallen und den Euro über 1.14 aufwerten lassen. Dollar-Investitionen sind deshalb mit etwas mehr Vorsicht zu geniessen als Euro-Anlagen. In Europa wirken Aktien mit hohen Dividenden in Konkurrenz zu Anleihen, deren Rendite mit den Erwartungen auf Leitzinssenkungen

schon den rückläufigen Trendpfad begonnen hat. Die weniger restriktive Zins- und Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) sorgt letztlich auch für recht stabile Erwartungen und erklärt ein Stück weit die geringeren Devisen- und Aktienkursschwankungen im Vergleich zu den USA.

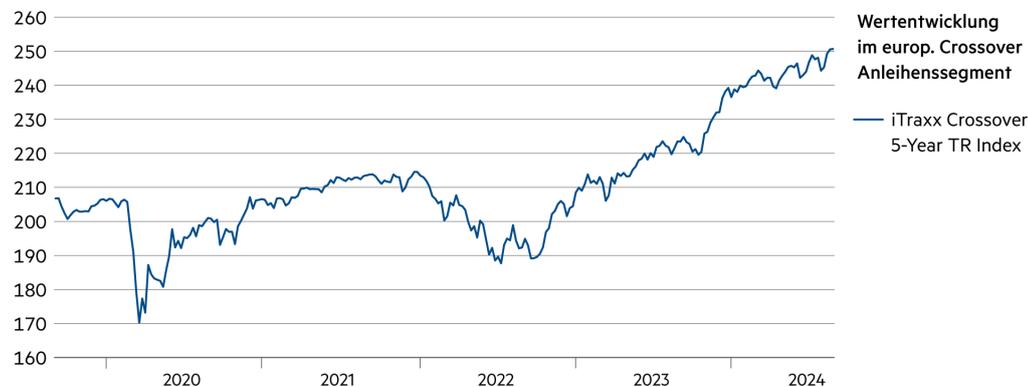
Der Zeitpunkt für Zinssenkungen ist in den USA gewiss gekommen. Das genaue Vorgehen bleibt unklar, ebenso das Ausmass in den nächsten Wochen und Monaten. Über die nächsten 12 bis 15 Monate herrscht mehr Einigkeit. Da dürfte es insgesamt zu acht Zinssenkungen im Umfang von insgesamt 200 Basispunkten kommen. Diese gefestigten Erwartungen an die Zinsentwicklung sind allerdings noch nicht in die Diskontierungsüberlegungen der Analysten übernommen worden. Deshalb dürften im Zuge der faktischen Zinssenkungen die Gewinnprognosen 2025/26 insbesondere im nichttechnologiebezogenen Unternehmensbereich deutlich zulegen und die Bewertungen von Immobilien- und Infrastrukturanlagen höher ausfallen.

In dieser mittelfristigen Einschätzung sind sich die wichtigsten Analysten ziemlich einig. Allerdings darf man die Robustheit der US-Wirtschaft nicht unterschätzen. Die Dringlichkeit des Handelns ist für die Federal Reserve (Fed) umso geringer, je stärker die konjunkturelle Dynamik ist. Verschiedentlich haben gerade in jüngster Vergangenheit Analysten den makroökonomischen Datenkranz in den USA ziemlich falsch eingeschätzt und damit Erwartungen an die Fed geschürt, die angesichts des realen Wachstums (z. B. annualisiert +3.0% im zweiten Quartal) nicht angemessen gewesen wären.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Kontoverzinsung tendiert erneut gegen 0% und sorgt auch im Jahr 2024 wiederum für einen realen Wertverlust.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Die EZB dürfte die Leitzinsen im September behutsam weiter nach unten schrauben. Auf den Wechselkurs dürfte sich dies kaum auswirken.
US-Dollar / Schweizer Franken	↘	↘	Der Kassakurs des Dollars liegt mit knapp 0.85 auf einem zinsbedingt tiefen Niveau und die annualisierten Absicherungskosten bleiben mit mehr als 4% hoch.
Euro / US-Dollar	→↗	→↗	Wie schon vor Monatsfrist erwähnt: Der Euro legte zuletzt gegenüber dem Dollar klar zu, was sich bis zum Jahresende noch fortsetzen könnte.

Anleihen

Erfolgreiche Anleihen im August



Wertentwicklung im europäischen Crossover Anleihensegment (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Turbulenzen an den Aktienmärkten blieben isoliert. Die Anleihensmärkte reagierten verhältnismässig gering und die Sorge um eine Rezession teilten die ansonsten eher pessimistisch orientierten Bondholder nicht. Die Kreditrisikoprämien weiteten sich kaum aus. Die Anleihensmärkte fokussierten vielmehr auf das Zinssenkungspotenzial im Dollar- und Euro-Raum in den kommenden 12 Monaten. Das liess die Gesamrendite unserer Anleihenslösungen auf neue Jahreshöchst ansteigen

In den letzten fünf Jahren liess sich mit Staatsanleihen keine positive Rendite erzielen, dafür mit Unternehmensanleihen – insbesondere im beliebten Crossover-Bereich, im soliden Segment, in dem auch stattliche Kreditrisikoprämien anfallen.

Grosse Kreditmärkte zeigten sich jüngst nicht so nervös wie grosse Aktienmärkte. Die Kreditspreads weiteten sich zwar etwas aus und benötigen erfahrungsgemäss länger, um sich wieder zu verengen. Der iTraxx Crossover 5-Jahres-Index lag Ende Juli bei 248.5, fiel kurzfristig auf 243.8 (-1.9%) und beendete den Monat August bei 250.7. Das ist deutlich mehr als zu Jahresbeginn (+4.9% in Euro). Damit ist klar: Mit Unternehmensanleihen lässt sich in diesem Jahr gutes Geld verdienen, selbst nach Kosten der Währungsabsicherung.

Die Wirtschaft bleibt robust genug, um eine Rezession zu vermeiden. Die Märkte schraubten die Erwartungen für eine Zinssenkung um 50 Basispunkte durch die Fed am 18. September zurück, wobei die Preise nun mit einer Wahrscheinlichkeit von 25% für eine Senkung um 50 Basispunkte und einer fast 100% Wahrscheinlichkeit für eine Senkung um 25 Basispunkte übereinstimmen. Die Preis-

gestaltung für die letzten Sitzungen in diesem Jahr (7. November und 18. Dezember) ist weitgehend unverändert, wobei die Märkte nach wie vor von einer Senkung um jeweils 25 Basispunkte ausgehen, d. h. wir werden bis Ende Jahr Leitzinssenkungen im Umfang von voraussichtlich 75 Basispunkten sehen.

Da die Wirtschaft nach wie vor gut läuft, sehen wir ein Aufwärtspotenzial für die aktuellen Marktpreise von Unternehmensanleihen. Ein Ausbleiben der Leitzinssenkung durch die Fed würde dem Arbeitsmarkt schaden, der seit seinem Tiefpunkt einen Anstieg der Arbeitslosigkeit von 3.7% auf 4.3% (+0.6%) verkraften muss. Wenn man in einer solchen Phase an einem hohen Leitzins festhielte, während die Inflation sinkt, würde man die Geldpolitik de facto weiter straffen. Das macht keinerlei Sinn, zumal jüngste Konjunkturdaten mehr faktische Zuversicht vermitteln, dass die Inflation unter Kontrolle ist. Es ist nun an der Zeit, eine Anpassung vorzunehmen, um dem geldpolitischen Mandat (Vollbeschäftigung und Preisstabilität) nachzukommen.

Das gegenwärtige Umfeld macht das Anlegen im Crossover-Bereich besonders interessant. Damit sind solide Unternehmen gemeint, deren Rating in der Skala von AAA bis CCC etwa in der Mitte liegt, nämlich bei BBB bis BB. «Defaults» respektive Konkurse sind in diesem Segment äusserst selten. Manche Unternehmen, die in der Pandemieperiode besonders gelitten haben (z. B. Kreuzfahrtgesellschaften wie Carnival Corporation und Airline-Caterer wie Gategroup), sind bereits mit einem «positiven Ausblick» bewertet. In den kommenden 12 Monaten könnte ein Rating-Review zu einem besseren Rating führen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→↗	↗	Der Staatsanleihen-lastige Weltanleihensindex hat in den letzten fünf Jahren eine Gesamtrendite von -11.9% in Schweizer Franken (und nur +0.3% im 2024) erzielt.
Unternehmensanleihen	↗	↗	In Unternehmensanleihen mit einer mittleren Bonität («Crossover») sehen wir weiterhin ein solides Renditepotenzial – währungsgesichert in CHF.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Nachrangige Anleihen von Finanz- und Industrie-Unternehmen haben einen erfreulichen Kursverlauf in den letzten 12 Monaten hingelegt. Es geht weiter.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Gute Entwicklung setzt sich fort



Renditeentwicklung unserer Anleihenslösungen in Schweizer Franken; 01.01.2024 bis 31.08.2024 (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Anleihen befinden sich auf Erholungskurs. Der konservativ ausgerichtete Zugerberg Income Fund (ZIF) erzielte seit Jahresbeginn eine Gesamtrendite von +0.9%. Der stärker auf Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund (COF) liegt mit geringen Schwankungen inzwischen deutlich höher als am Jahresanfang (+5.9%). Die Sharpe Ratio des COF von 4.2 ist dreimal höher als jene der Vergleichsgruppe.

In den vergangenen Jahren konnten wir nicht immer auf die Anleihenslösungen stolz sein. Eine besondere Herausforderung war der russische Angriff auf die Ukraine und später die stärksten Leitzins-erhöhungen der Zentralbanken in den letzten 50 Jahren. Inzwischen hat sich das makroökonomische Datenbild verändert. Sinkende Inflationsraten ermöglichen sinkende Leitzinsen. In der Schweiz ist dieser Prozess weiter fortgeschritten als im Ausland (Dollar, Euro, Pfund). Da gibt es in den kommenden 12 bis 18 Monaten noch ein erhebliches Potenzial an Leitzinssenkungen, von denen die Anleihen-kurse profitieren werden.

Der erste Teil der Erholung fand im Jahr 2023 statt. Der ZIF legte im letzten Jahr 6.0% zu und der COF immerhin 4.5%. In diesem Jahr wendete sich das Blatt zugunsten der Kreditrisiken. Mit Zinsrisiken konnte man noch nicht allzu viel verdienen. Der Weltanleihensindex (in Franken abgesichert) lieferte bis anhin in acht Monaten eine Gesamtrendite von +0.3%; diesen Index vermochte der ebenfalls weltweit aufgestellte ZIF mit +0.9% zu übertreffen.

Noch besser sieht es mit den Kreditrisiken aus. Weil die Weltwirtschaft robust wächst, kommt es kaum zu Konkursen. Mit disziplinierter Selektion vermochte deshalb der COF im bisherigen Jahresverlauf seine Benchmark-Indizes bei geringeren Schwankungen um rund zwei Prozentpunkte zu übertreffen. Die Volatilität des COF lag in den letzten 12 Monaten mit 2.58 rund 43% tiefer als jene der Vergleichsgruppe mit 4.58.

In vielen Portfolios befindet sich zudem ein günstiger Anleihensfonds der Anlagestiftung Winterthur. Er heisst im Kürzel DID und lässt sich auf Bloomberg unter «AWIDID7» lokalisieren. In diesem Fonds werden zukunftsgerichtete Dekarbonisierungsprojekte mit Fremdkapital unterstützt. Das Rating bewegt sich zwischen dem Top-Rating des ZIF und dem Crossover-Rating des COF. Die Rendite bewegt sich im laufenden Jahr ebenfalls dazwischen (+3.9%) und liefert einen interessanten Diversifikationsbeitrag zum Gesamtportfolio.

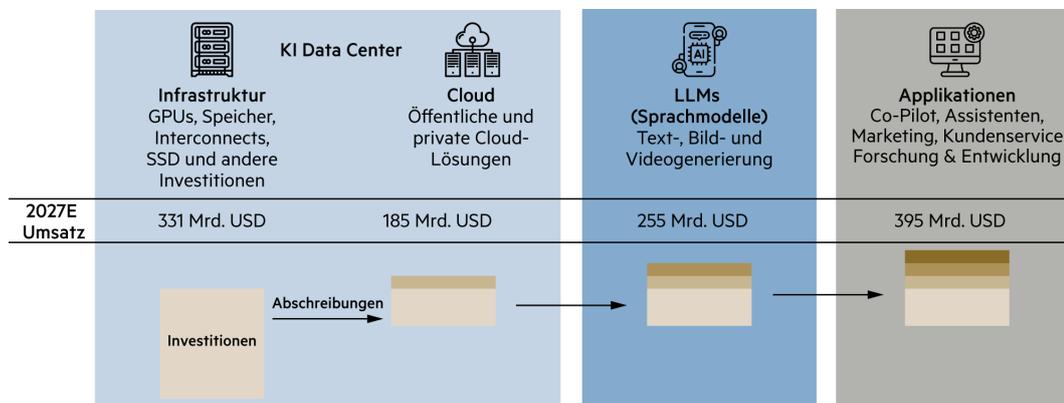
Im vergangenen Monat gab es mehrere Käufe und Verkäufe in allen Anleihensgefässen. Hervorheben möchten wir, dass die Kreditrisiken im ZIF zurückgeschraubt wurden. Im COF wurden einige Opportunitäten genutzt, um die aus Rückzahlungen von Anleihen freigesetzten Mittel wieder zu investieren. Ein erheblicher Teil von mehr als 10% des Fonds wartet derzeit allerdings auf bessere Gelegenheiten. Der Emissionskalender im August war ziemlich dünn. Von September bis November dürfte er sich erfahrungsgemäss deutlich beleben, insbesondere angesichts der sinkenden Zinsaussichten.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2024 (seit Jahresbeginn)	+0.9%	+5.9%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-7.6% (-1.3%)	+32.6% (+2.4%)
Anteil positiver Renditemonate	54%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	110 BP (+1 BP)	422 BP (-9 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A-	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

Zahlreiche Opportunitäten dank KI Data Center



Die Opportunitäten durch Künstliche Intelligenz (Grafik: Zugerberg Finanz)

Im laufenden Jahr haben sich Data Center vor dem Hintergrund der Nachfrage nach Künstlicher Intelligenz (KI) zum wichtigsten Infrastruktur-Investitionsgebiet weltweit entwickelt. Das dürfte bis ins Jahr 2027 noch deutlich zunehmen. Bevor sich die Anwendungen richtig ausbreiten können, braucht es enorme Investitionen in Data Center und in die Cloud. Es werden hier jährliche Investitionen nötig, die in wenigen Jahren 500 Milliarden Dollar übertreffen werden.

Das Gewinnwachstum in der Technologiebranche ist nach wie vor zweistellig. Es ist auch nötig, um die anstehenden Investitionen tätigen zu können. Im laufenden Jahr werden allein von den weltweit vier grössten Anbietern von Rechenzentren- und Cloudlösungen rund 200 Milliarden Dollar in die Infrastruktur investiert, 31% mehr als im Vorjahr. Diese Investitionen sind von der strategischen Positionierung getrieben. Lieber erlangt man zu einem hohen Preis einen Vorteil als «First Mover» bei der KI, als sich ins Gebiet der mediokren Mitläufer zu begeben.

Es sind aber nicht nur Alphabet, Amazon, Microsoft und Apple auf diesem Gebiet tätig, sondern auch Finanzinvestoren wie BlackRock. Überhaupt hat sich innert kürzester Zeit ein hyperaktives Ökosystem von Unternehmen entwickelt, das komplexe Technologiekomponenten, Baumaterialien und -chemikalien, Dienstleistungen zum Betrieb inkl. Cybersecurity und Energieversorgung sowie Hersteller von Kühlversorgungen miteinander verbindet.

Die KI-Opportunitäten entwickeln sich entlang der Wertschöpfungskette. Es braucht zuerst die Infrastruktur. Dazu wird eine Intelligenz-Ebene benötigt. Das sind die die lernfähigen Sprachmodelle,

die heute in unterschiedlicher Form auf ihre Anwendungen warten und in hohem Rhythmus verbessert werden. Diese ermöglichen schliesslich Applikationen wie den Co-Pilot von Microsoft usw.

Der umstrittene Algorithmus bei Tiktok soll offensichtlich von der Microsoft-Beteiligung OpenAI gespiesen werden. Dafür kassiert Microsoft kolportierte 20 Millionen Dollar monatlich. Die Transparenzrichtlinien in der US-Geschäftsberichterstattung lassen erkennen, dass namhafte Kunden die OpenAI-Modelle über Microsoft kaufen. Dazu zählen AT&T, Coca-Cola, Fidelity, Volvo und Walmart. Andere Unternehmenskunden von OpenAI wie Zoom, Klarna und Salesforce kaufen sie direkt vom KI-Startup.

Letztlich wird sich eine Reihe von Applikationen herausbilden und zur breiten Diffundierung von KI-Lösungen beitragen. Mittelfristig wird es in allen Branchen zu Verbesserungen kommen, und dabei wird es gewiss Gewinner und Verlierer geben. Um zu den Gewinnern zu gehören, muss ein Unternehmen frühzeitig investieren, um einen Daten- respektive einen Wettbewerbsvorteil zu generieren. Es war schon immer so: Die Fähigkeit, rasch zu lernen und sich anzupassen, hat die erfolgreichsten Innovationen hervorgebracht.

Infrastrukturgebundene Anlagen erwiesen sich in den vergangenen Jahren als widerstandsfähig und hielten gegenüber makroökonomischem und zinsbedingtem Druck stand. Nach vorläufigen Daten von Cambridge erzielten Infrastrukturinvestitionen im vergangenen Jahrzehnt etwa 7% Rendite p. a. in Franken. Durch die hohen Eintrittsbarrieren könnten es in den kommenden Jahren sogar etwas mehr werden.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Für Mieter wird die Suche nach einer Wohnung in grösseren Städten immer schwieriger. Dort funktioniert der Wohnungsmarkt kaum noch.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	↗	Büroliegenschaften mit einem speziellen Bezug sind wieder im Fokus der Investoren. Durch die tieferen Zinsen steigen die Bewertungen an.
Immobilienfonds CH	→	↗	Indirekte Immobilienanlagen hatten keinen guten Monat im August. Die Gesamtjahresrendite des SXI Swiss Real Estate Funds TR Index stagnierte bei +7.0%.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Im August blieben die Veränderungen sehr gering. Manche legten zu (z. B. Veolia mit +3%, Vinci +2%), manche gingen leicht zurück (z. B. Flughafen Zürich mit -2%).

Aktien

Attraktive Aktienrisikoprämien



(Bild: stock.adobe.com)

Bei den eidgenössischen Anleihen ist die Rendite deutlich gefallen – auf jährlich magere 0.5% für die kommenden zehn Jahre. Das dürfte nicht einmal die Inflation und damit den Kaufkraftverlust kompensieren. Deshalb erachten wir die Erträge, die mit Aktien erzielt werden können, als zunehmend attraktiv. Die Gewinne dürften steigen, doch schon in der Gegenwart liegt die Gewinnrendite in unseren Portfolios vielfach 6% höher als bei den sichersten Anleihen.

Bei der Berechnung der Aktienrisikoprämie gibt es verschiedene Ansätze. Gemeinsam ist allen Ansätzen, dass man berechnen will, welche Rendite ein Anleger für das Eingehen von Risiken über die risikofreie Rendite hinaus erhält. Normalerweise wird die risikofreie Rendite durch jene der Staatsanleihen repräsentiert. Für eine Schweizer Aktie wird die Rendite der eidgenössischen Anleihen beigezogen, für eine amerikanische Aktie die Rendite der US-Schatzanleihen.

Für die Berechnung der Prämie wird der erwartete Marktertrag der risikobehafteten Anlage beigezogen. Allgemein handelt es sich um die Entschädigung für ein durch den Investor übernommenes Finanzrisiko, um die mit einer Anlage verbundenen Unsicherheit zu ertragen. Die Höhe der Risikoprämie wird durch mehrere Faktoren beeinflusst, darunter die Wirtschaftslage und -perspektiven, die Schwankungen an den Kapitalmärkten und die Stimmung der Investoren.

Geht man selektiv vor, findet man auf dem Schweizer Aktienmarkt einige marktführende Unternehmen, die in den kommenden Jahren einen soliden Marktertrag dank einem vielversprechenden Wachstum erzielen dürften. Da liegt denn auch unser Schwerpunkt, doch

nicht alle Branchen lassen sich mit inländischen Wertpapieren gut abdecken. Deshalb werden unsere Portfolios mit europäischen und amerikanischen Aktien arrondiert und branchenmässig diversifiziert. Wir gehen das entsprechende Aktienrisiko jedoch nur ein, wenn mit einer hohen Wahrscheinlichkeit der erwartete Marktertrag den erhöhten risikofreien Satz (2.3% in Euro und 3.9% in Dollar) übertrifft.

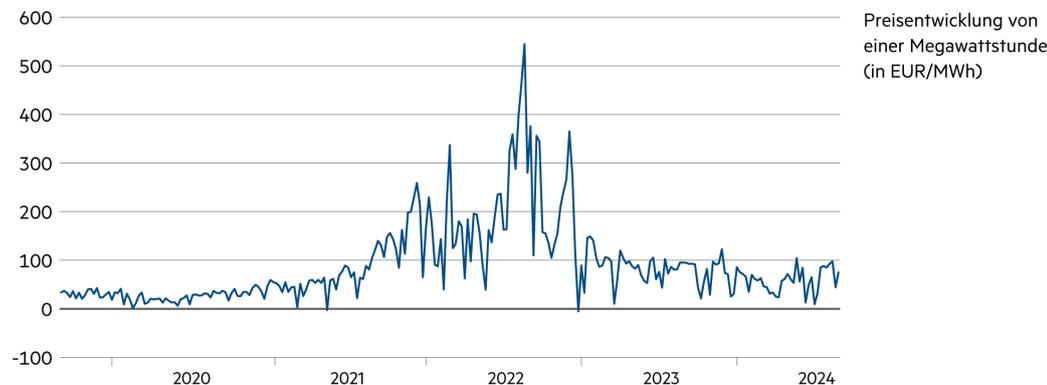
Daraus resultiert ein vielfältiges Portfolio, das von den Wachstumsmöglichkeiten in allen wesentlichen Wirtschaftsregionen der Welt zu profitieren vermag. Die positive Risikoprämie fällt jedoch nicht so regelmässig wie die Verzinsung einer Anleihe an, aber anhand von einigen Beispielen zeigen wir mit eher unternehmensspezifischen Interpretationen auf, weshalb wir der Ansicht sind, dass man als Investor für das Eingehen der jeweiligen Risiken gut entschädigt wird.

Der globale Leader in der Warenprüfung, der Genfer Konzern SGS (Gesamtrendite von +35% seit Jahresbeginn), manövriert in den stabilen Händen eines Kernaktionärs mit Kostendisziplin auf einem hoffnungsvollen Wachstumspfad. Auch der Aroma- und Riechstoffkonzern Givaudan (+27%), bei dem Microsoft-Gründer Bill Gates mit knapp 14% der wichtigste Ankeraktionär ist, überzeugt als globaler Marktführer mit seinem kundenorientierten wie auch aktionärsfreundlichen Management. Accelleron (+73%), der beflügelte Turbo-lader Spin-off des ABB Konzerns, übertraf alle Schlüsselkennzahlen auch hinsichtlich der eigenen Erwartungen in diesem Jahr bereits mehrfach. Auch bei SAP (+44%), Europas grösstem IT-Konzern, spürt man, dass sich ein Engagement lohnt, weil der langfristig erwartete Marktertrag den risikofreien Satz deutlich übertrifft.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→↗	↗	Nach der schwachen Kursentwicklung von Nestlé (-7% seit Jahresbeginn) sehen wir nun Potenzial für eine Erholung – auch dank dem Nestlé-vertrauten neuen CEO.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Der breite Stoxx Europe 600 Index mit seinem tiefen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14.9 erzielte zuletzt ein Allzeithoch bei 523 Punkten (+9.6% seit Jahresbeginn).
Aktien USA	→↗	↗	Der gleichgewichtete S&P 500 (SPW Index) weist keine Konzentration von Tech-Titeln auf und erreichte per Ende Monat mit 7'116 Punkten ein Allzeithoch.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Unser Schwellenländer-Fokusfonds aus Indien hat auch kürzlich (im August +1.2%) zur bisherigen Gesamtjahresperformance (+16.4%) beigetragen.

Alternative Anlagen

Die Strompreise wirken disinflationär



Preisentwicklung einer Megawattstunde 09/2019 – 08/2024; in Euro (Quelle: Bloomberg Finance LP. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Nach einer turbulenten Phase in der zweiten Jahreshälfte 2021 und im Jahr 2022 wirken die europäischen Strompreise seit 2023 wieder disinflationär. Das Jahr 2024 markiert den Übergang in eine neue Periode der Normalisierung. Charakteristisch ist, dass die Momente zunehmen, in denen Strom im Grosshandel kaum mehr etwas abwirft. Erfreulich für die Schweizer Haushalte ist, dass die Stromtarife tendenziell (stark) gesenkt werden.

Jahrelang war der europäische Grosshandel im Strombereich von mässigen Preisniveaus zwischen 20 und 60 Euro pro Megawattstunde geprägt. Der fiebrige Preisverlauf stieg im Zuge der Spannungen mit Russland auf knapp 700 Euro (z. B. 25. August 2022) an. Im Jahr 2023 setzte ein nachhaltiger Preisrückgang im Grosshandel ein, der in den laufenden und kommenden Energieperioden die privaten Haushalte entlasten dürfte.

Wenn die Stromtarife sinken, fällt die Stromrechnung typischerweise tiefer aus – im Vergleich zum Vorjahr. Die erfreuliche Nachricht zukünftig tieferer Stromtarife trifft gegenwärtig in vielen Schweizer Haushalten ein und sorgt für eine typische Entlastung zwischen ein- und mehreren Hundert Franken jährlich. Beim Zentralschweizer Anbieter CKW sinken die Strompreise 2025 ungefähr auf dasselbe Niveau wie im Jahr vor der Pandemie und der Energiekrise. Die Preissteigerungen der vergangenen zwei, drei Jahre verschwinden durch die um 30% günstigeren Stromtarife wieder.

Vielenorts verschwindet zugleich der nächtliche Niedertarif. Historisch war der Strombedarf am Mittag am höchsten (was sich in einem Hochtarif niederschlug) und in der Nacht am geringsten

(Niedertarif). Mittlerweile sorgen Photovoltaikanlagen dafür, dass an sonnigen Tagen über Mittag überschüssiger Strom zur Verfügung steht.

Deshalb gehen manche Stromanbieter zu Einheitstarifen über, denken jedoch über saisonale Muster nach. Danach könnte früher oder später der Sommertarif (mit viel Solarenergie und europäischem Windstrom) günstiger ausfallen als der Wintertarif (mit importiertem französischem Atomstrom).

Herkömmliche Stromzähler können durch «smarte» Geräte ersetzt werden. Damit liessen sich Leistungsspitzen dynamischer bepreisen und der Stromverbrauch besser verteilen. Wer seinen Verbrauch von Geschirrspüler, Waschmaschine und Tumbler besser verteilt, entlastet das Netz und bezahlt folglich weniger als jener, der alle grossen Stromverbraucher gleichzeitig in Anspruch nimmt.

Der Umbau der Stromerzeugung hin zu klimaschonenden Systemen durch den Ausbau erneuerbarer Energie kommt allerdings nur schleppend voran. Aus denselben Kreisen, die eine Förderung befürworten, werden konkrete sinnvolle Projekte nicht selten abgelehnt – mit Begründungen wie Natur- und Ortsbildschutz. Das ist umso ärgerlicher, denn der Bau und Betrieb von Photovoltaik- und Windenergie-Anlagen ist deutlich zurückgegangen. Doch eine Energiewende erzeugt noch eine Reihe von versteckten Kosten. Die Transformation in Haushalten und in der Privatwirtschaft ist konfliktträchtig, weil es auch um hohe einmalige Investitionen und laufende Kosten geht, sowie um den Ausbau von Energietransport- und -speicherungs-Kapazitäten u.v.m.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	→↗	Geopolitische Risiken könnten sich auf die Rohstoffpreise niederschlagen. Doch momentan spricht der Trendverlauf eher für die gegenteilige Preisentwicklung.
Gold, Edelmetalle	↗	→	Gold übersprang im August erstmals die Marke von 2'500 \$/oz. und erreichte damit ein neues Allzeithoch. In Franken stagniert der Goldpreis seit 5 Monaten.
Insurance Linked Securities	→↗	↗	Bei den versicherungsbezogenen Risiken finden wir auch Rückversicherer interessant, z. B. Swiss Re mit einer Gesamtrendite von +30% im laufenden Jahr.
Private Equity	↗	↗	Der von uns eingesetzte Baustein hinsichtlich Private Equity liegt seit Jahresbeginn bei +14% (in Franken) und ist damit sehr zufriedenstellend.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)			Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)			
		31.08.2024	08/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Aktien							
SMI	CHF	12'436.6	+1.0%	+11.7%	+3.8%	-16.7%	+20.3%
SPI	CHF	16'504.2	+0.9%	+13.3%	+6.1%	-16.5%	+23.4%
DAX	EUR	18'906.9	+0.9%	+14.3%	+13.1%	-16.3%	+10.4%
CAC 40	EUR	7'631.0	+0.1%	+2.4%	+9.6%	-13.9%	+23.6%
FTSE MIB	EUR	34'372.7	+0.6%	+14.7%	+20.4%	-17.3%	+17.3%
FTSE 100	GBP	8'376.6	-1.1%	+12.9%	-0.3%	-8.8%	+16.7%
EuroStoxx50	EUR	4'958.0	+0.5%	+11.0%	+12.1%	-16.0%	+16.0%
Dow Jones	USD	41'563.1	-1.7%	+11.8%	+3.5%	-7.7%	+22.2%
S&P 500	USD	5'648.4	-1.2%	+20.1%	+13.1%	-18.5%	+30.6%
Nasdaq Composite	USD	17'713.6	-2.7%	+19.6%	+30.6%	-32.3%	+25.0%
Nikkei 225	JPY	38'647.8	-1.7%	+12.8%	+8.6%	-19.7%	-2.6%
Sensex	INR	82'365.8	-2.9%	+14.7%	+7.4%	-4.8%	+23.2%
MSCI World	USD	3'661.2	-0.9%	+17.1%	+10.8%	-18.5%	+23.7%
MSCI EM	USD	1'099.9	-2.0%	+8.9%	-2.6%	-21.5%	-1.8%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	155.1	+0.7%	-0.2%	+2.2%	-13.2%	-3.0%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	185.8	+0.8%	+0.8%	+4.2%	-16.7%	-2.0%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	355.3	+1.4%	+4.7%	+8.7%	-13.6%	+1.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	274.3	+1.6%	+3.3%	+4.5%	-18.2%	-2.7%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	184.5	-0.3%	+2.7%	+12.5%	-17.0%	-4.2%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	141.3	+0.9%	-0.3%	-0.5%	-15.0%	-3.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	179.7	+0.2%	-1.1%	+4.8%	-18.9%	-3.7%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	187.0	+0.2%	+2.9%	+5.7%	-7.5%	-0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	189.5	+1.2%	+0.5%	+3.5%	-18.5%	-2.3%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	606.1	+1.2%	+3.4%	+8.5%	-13.7%	+4.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	165.9	+0.1%	+0.8%	+5.9%	-14.1%	-1.2%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	297.2	+1.0%	+3.5%	+9.8%	-10.9%	+3.2%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	68'379.2	-1.0%	+21.5%	+0.8%	+1.0%	-0.6%
Commodity Index	USD	96.1	-3.7%	-1.2%	-20.4%	+15.1%	+30.8%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'480.2	-0.2%	+6.0%	+5.4%	-17.3%	+7.6%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8496	-3.2%	+1.0%	-9.0%	+1.3%	+3.1%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9390	-1.2%	+1.1%	-6.1%	-4.6%	-4.0%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5812	-0.7%	-2.6%	-15.4%	-11.0%	-7.5%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1158	-1.2%	+4.1%	-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ussiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.08.2024; Wirtschaftsdaten per 31.08.2024; Wirtschaftsprognosen vom 31.08.2024; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.