



Herbstbäume bei Utigli, Walchwil, Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Mit Freude ins Schlussquartal

Im September zeigte sich die reale Weltwirtschaft von ihrer guten Seite. Diverse makroökonomische Daten waren überraschend solid, was den Märkten zu einer Erholung verhalf. Ausser dem Schweizer Aktienmarkt, der durch die negative Monatsperformance der drei Schwergewichte Nestlé (-7%), Roche (-6%) und Novartis (-5%) nach unten gezogen wurde, stiegen weltweit die Kurse. Nestlé unter dem neuen CEO wird gewiss wieder zu alter Form zurückfinden. Bei Roche tritt nach einem starken Anstieg eine gewisse Konsolidierung ein, während wir von Novartis keine bahnbrechenden News erwarten. Doch die Ziele eines jährlichen Umsatzwachstums von 5% zwischen 2023 und 2028 bei einer Betriebsgewinnmarge von mindestens 40% bis 2027 bleiben weiterhin erreichbar.

Ein wesentlicher Grund für die Zuversicht bei Realanlagen besteht in der Inflation, die als bekämpft gilt. Die Befürchtungen um Zweit- und Drittrundeneffekte traten nicht ein. Das ermöglicht den Zentralbanken weltweit, die insbesondere im Jahr 2022 rasch erhöhten Leitzinsen nun derart stark zu senken wie nie zuvor in den letzten Jahrzehnten. Für das Investitionsumfeld ist wichtig, dass die Inflationsprognosen ebenfalls rückläufig sind. Das gilt nicht nur für die kleine Schweiz, sondern für ganz Europa und für Nordamerika.

Zudem verstärken sich Wachstumsimpulse in den Schwellenländern, wenn die Dollar-Zinsen fallen. Impulse kommen zudem aus China, wo die Zentralbank auf breiter Front die Zins- und Hypothekarzinsätze senkte, um den dauerkriselnden Immobilienmarkt zu beleben.

Der SMI beendete das dritte Quartal mit +1.6%

Im dritten Quartal legte der Swiss Market Index zu (+1.6%). Der breite US-amerikanische Index S&P500 legte zwar deutlich mehr zu (+5.9% in USD), doch der Dollar büsste satte 6% ein und somit kehrte der Nettoeffekt sogar ins Minus (S&P500 -0.5% und Nasdaq -3.4% in CHF). Die Dollareinbusse war absehbar, da sich sinkende Inflationsraten in sinkenden Leitzinserwartungen manifestierten und damit zu einer geringeren Attraktivität der Währung führten. Die Dollarschwäche ist noch nicht abgeschlossen. Weil wir nur einen geringen Teil unseres Portfolios in Dollar halten, haben sich unsere Portfolios gegenüber allgemeinen Vergleichsindizes im dritten Quartal sehr positiv entwickelt.

Einen positiven Monat verzeichneten auch die Anleihen. Der Swiss

Bond Index (+0.7%) legte im September erneut etwas zu. Bei unseren Anleihen lag die Rendite 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. R1 mit einem hohen Anleiheanteil bei +3.3%, Freizügigkeits-R1 bei +3.4%) liegt die Rendite seit Jahresbeginn klar im Plus. In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. R3 mit +10.3% seit Jahresbeginn) wird die Gesamtrendite primär vom guten Verlauf der übrigen Anlageklassen geprägt.

Die dynamischste Risikoklasse 5 (z. B. Revo5 mit +13.3% seit Jahresbeginn) hebt sich im September stärker ab von der Performance der Dividendlösungen (z. B. RevoDividenden mit +10.3%).

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	September 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz R1	+0.4%	+3.3%
Zugerberg Finanz R2	+0.4%	+6.9%
Zugerberg Finanz R3	+0.3%	+10.3%
Zugerberg Finanz R4	+0.1%	+11.9%
Zugerberg Finanz R5	+0.1%	+12.3%
Zugerberg Finanz RDividenden	-1.5%	+9.8%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.0%	+2.8%
Zugerberg Finanz Revo2	-0.1%	+6.2%
Zugerberg Finanz Revo3	-0.3%	+8.9%
Zugerberg Finanz Revo4	-0.2%	+11.6%
Zugerberg Finanz Revo5	-0.3%	+13.3%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-1.4%	+10.3%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.0%	+2.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+1.1%	+1.9%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+1.2%	+1.4%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	September 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.6%	+1.8%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.4%	+3.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.2%	+5.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.1%	+8.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-0.2%	+9.1%

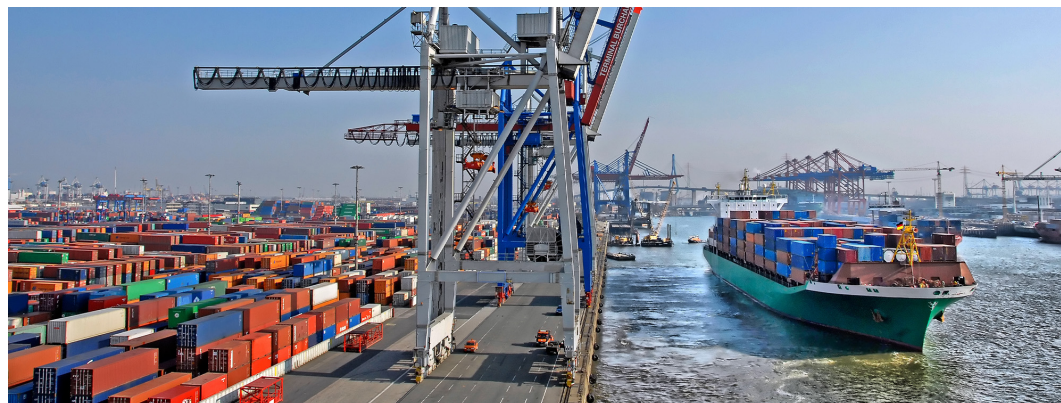
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	September 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.0%	+2.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-0.1%	+6.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-0.3%	+8.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-0.2%	+11.6%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-0.3%	+13.3%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-1.4%	+10.3%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.0%	+2.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+1.1%	+1.9%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+1.2%	+1.4%

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

Makroökonomie

Zinssenkungen beflügeln die Nachfrage



(Bildquelle: stock.adobe.com)

Trotz den ersten Zinssenkungen bleibt die Geldpolitik noch immer restriktiv. Deshalb sind weitere Lockerungen zu erwarten. Das wirkt sich sichtbar positiv auf die Konsumentenstimmung aus. Auch auf dem Immobilienmarkt dürfte dies zu einer Steigerung der Nachfrage führen, in Europa stärker als in den USA. Ob die Zinssenkungen auch in China eine nachhaltige Erholung einleiten, bleibt unklar. Die chinesischen Lokal- und Regionalregierungen sind aufgrund ihrer Infrastrukturausgaben hoch verschuldet.

Das weltwirtschaftliche Wachstumspotenzial bleibt insgesamt intakt. Die Weltwirtschaft wächst leicht unter dem historischen Durchschnitt, und immer weniger wird eine Rezession erwartet. Der Produktivitätsschub durch Künstliche Intelligenz greift derzeit von der Tech-Branche auf alle Branchen über und sorgt für ein Wachstum der Produktivität, die in den vergangenen zwei Jahren auch den hohen Leitzinsen standhielt.

In den USA verlagert sich der Blick vieler Ökonomen von der erfolgreich bekämpften Inflation zum Arbeitsmarkt mit seinen vielen Facetten. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit findet von einem historischen Tiefstniveau aus statt und sorgt für eine gesunde Balance auf dem Arbeitsmarkt. Die Mässigung bei den Löhnen («Wage Tracker») wird positiv beurteilt und ebenso der rasche Eintritt von Migranten in den Arbeitsmarkt (etwa 3x schneller als in Europa). Derzeit werden gewisse Häfen an der Ost- und Westküste bestreikt, doch über diese werden «nur» 25% der Güterimporte und 27% der Exporte abgewickelt. Letztere tragen lediglich 1.9% zum BIP bei. Der Streik kann somit keinen wesentlichen Einfluss erzeugen. Vielmehr gehen gegenwärtig die Echtzeit- sowie Hochfrequenz-Indikatoren

in den USA von einem starken Wachstum von 2.5% aus. Das ist eine überraschend starke Wachstumsrate, die ihre Entwicklung dem Re-Industrialisierungsboom, der Migration und damit dem wachsenden Arbeitskräftepotenzial sowie den Produktivitätssteigerungen zu verdanken hat.

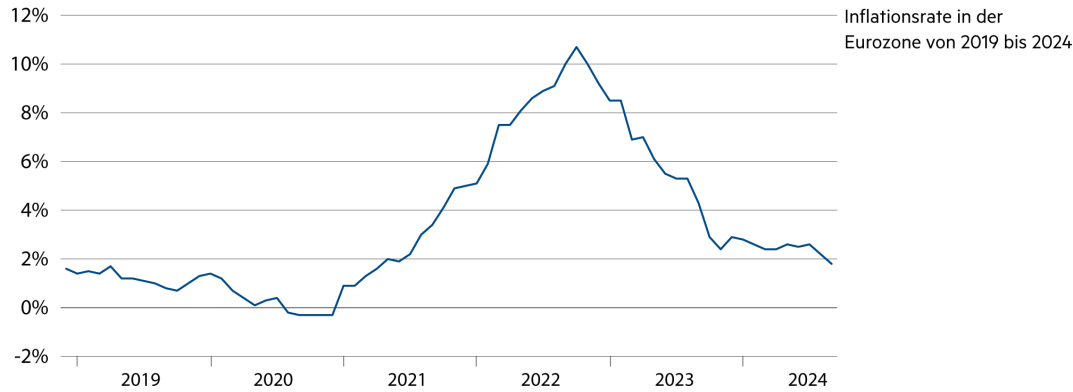
China hat in der letzten September-Woche eine bedeutende Welle von Konjunkturmassnahmen eingeleitet, die sich positiv auf den Metall- und Bergbausektor auswirken, da die Rohstoffpreise aufgrund der Nachrichten gestiegen sind. Es herrscht allerdings Skepsis darüber, ob diese Massnahmen, die für ein kurzes Feuerwerk an der Börse gesorgt haben, zu einer nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung führen werden. Das Verhältnis der Gesamtkredite zum BIP erreichte Ende 2023 in China mit fast 300% einen neuen (ungesunden) Höchststand. Der Grossteil der Schulden wurde von Lokalbehörden und ihren Finanzierungsvehikeln angehäuft. Nach wie vor trägt der Konsum nicht einmal 50% zum BIP bei.

China steckt zudem in einer typischen «Demografiefalle», ganz im Gegensatz zu Indien. Junge Menschen sind traditionell eine wichtige Triebkraft für neue Trends und Innovationen im Konsum. Mit ihrem Rückgang verschiebt sich die Nachfrage hin zu Produkten und Dienstleistungen, die eher auf die Bedürfnisse älterer Generationen zugeschnitten sind (Krankenversorgung). Wie man in Indien beobachten kann, sind junge Menschen oft die treibende Kraft hinter der Gründung neuer Unternehmen und Innovationen. Ein Rückgang ihrer Zahl, wie wir das in China beobachten, bremst das Wirtschaftswachstum.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Besonders die chemisch-pharmazeutische Industrie entwickelte sich dynamisch, während das Wachstum in vielen anderen Branchen moderat war.
Eurozone, Europa	↗	↗	Mit der niedrigen Inflation kehrt in Europa auch das Konsumentenvertrauen zurück. Selbst in Deutschland entwickelte es sich jüngst klar besser als erwartet.
USA	↗	↗	Der US-Aktivitätsüberraschungsindex ist im September gestiegen. Unerwartet hohe Konsumentenkredite («Konsumfreude») trieben den Index nach oben.
Rest der Welt	↗	↗	In Phasen der Dollarschwäche erfahren die Schwellenländer typischerweise einen Aufschwung. Dieser betrifft insbesondere Asien, aber auch Lateinamerika.

Liquidität, Währung

Die Inflation ist bekämpft



Inflationsrate in der Eurozone von 2019 bis 2024 (Quelle: Europäisches Statistikamt Eurostat | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Inflation ist in der Schweiz im September auf 0.8% gefallen. In der Eurozone ist sie auf 1.8% gesunken. Nach derselben Messmethode liegt sie in den USA ebenfalls unter der Zielgrösse von 2%. Die vorhandene Rest-Inflation ist gegenwärtig vielenorts von den Dienstleistungen bestimmt. Der beobachtete Inflationsrückgang – von über 10% auf unter 2% am Beispiel der Eurozone – ist insgesamt stärker als von den Zentralbanken erwartet. Verschiedene Zentralbanken werden deshalb im vierten Quartal ihre Leitzinsen weiter senken.

Die neue bedingte Inflationsprognose der SNB liegt deutlich unter jener der geldpolitischen Lagebeurteilung im Juni. Zur Abwärtsrevision trugen der stärkere Franken, der tiefere Erdölpreis und die für kommenden Januar angekündigten Strompreissenkungen bei. Mit dem stärkeren Rückgang der Inflation erwartet die SNB auch geringere Zweitrundeneffekte in der mittleren Frist. Die neue Prognose liegt im Jahresdurchschnitt bei 0.6% für 2025 und 0.7% für 2026. Wäre es nicht zu Zinssenkungen gekommen, lägen die Inflationsprognosen noch tiefer.

Ähnliches lässt sich zur Inflation im Euroraum berichten, die im September auf 1.8% gesunken ist. Unter der Marke von 2% lag die Inflation zuletzt im Mai 2021. Die Daten erhöhten an den Finanzmärkten die Wahrscheinlichkeit auf über 90%, dass die EZB die Leitzinsen nicht erst im Dezember, sondern bereits an ihrer nächsten Zinssitzung am 17. Oktober weiter senken dürfte.

Kurz darauf, am 5. November, können sich die Amerikanerinnen und Amerikaner bei den Präsidentschaftswahlen zwischen der Demokra-

tin Kamala Harris und dem Republikaner Donald Trump entscheiden. Nach heutigen Medienberichten wird der Ausgang vermutlich auch Einfluss auf die Geldpolitik der Fed haben. So gehen Beobachter davon aus, dass ein Wahlsieg Trumps den Zinssenkungszyklus der Fed bereits im zweiten Quartal 2025 beenden könnte, da das Wirtschaftsprogramm der Republikaner eine höhere Inflation begünstigen würde.

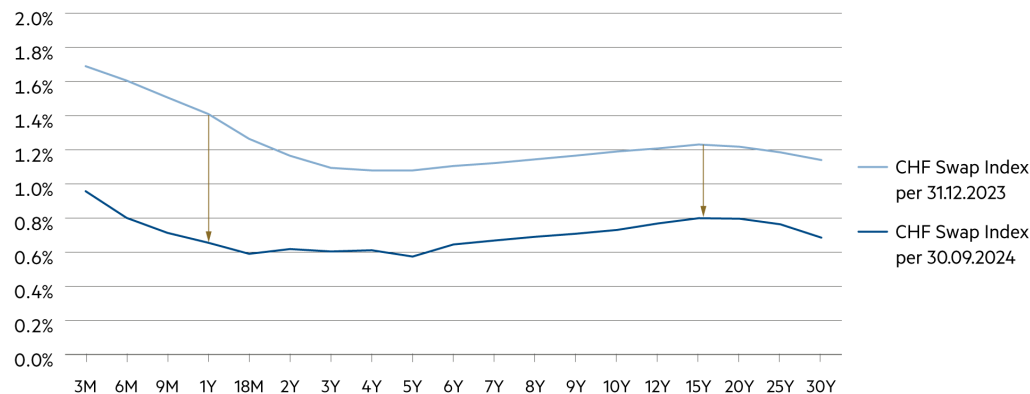
Bei einem Wahlsieg von Harris wären aus Sicht der Ökonomen regelmässige Zinssenkungen bis Mitte 2025 auf das Niveau von rund 3% denkbar. Zudem hatte Harris betont, dass sie sich als Präsidentin nicht in die Arbeit der Fed einmischen werde, während Trump angedeutet hatte, im Falle seiner Wiederwahl Einfluss auf die Geldpolitik der Fed nehmen zu wollen. Das ist zwar verfassungswidrig, stört ihn aber keineswegs.

US Fed-Chef Jerome Powell bekräftigte unterdessen seine Zuversicht, dass sich die Inflation weiter in Richtung des Ziels von 2% bewegen wird. Nach der harmonisierten Messmethode der Inflation, wie das primär die europäischen Länder anwenden, liegt die Inflation in den USA bei 1.9%. «Wenn sich die Wirtschaft wie erwartet entwickelt, wird sich die Zinspolitik mit der Zeit in Richtung einer neutraleren Haltung bewegen», sagte Powell kürzlich auf einer Finanzkonferenz in Nashville, Tennessee. Die Fed verfolge aber keinen festen Kurs. Die Fed verfolgt mit einem Leitzinsband von 4.75% bis 5.0% immer noch einen stark restriktiven geldpolitischen Kurs. Das neutrale Niveau liegt nach der jüngsten Beurteilung durch die Fed Mitglieder rund 175 Basispunkte tiefer bei rund 3.0%.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Festgeldverzinsung nimmt stark ab und tendiert gegen 0.5%. Die Spargeldkonti werden bis auf wenige Ausnahmen noch tiefer verzinst.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Die EZB dürfte die Leitzinsen im Oktober behutsam weiter nach unten schrauben. Das dürfte die Hedgingkosten (Ende September: 2.5%) weiter reduzieren.
US-Dollar / Schweizer Franken	↘	↘	Wir rechnen mit einer weiteren Abschwächung des Dollars. Seit Ende April 2024 (0.92) verlor die Währung 8% auf 0.85.
Euro / US-Dollar	→↗	→↗	Der Euro liegt mit 1.11 weiterhin etwas über der durchschnittlichen Bandbreite des laufenden Jahres.

Anleihen

Die Zinskurve liegt noch tiefer



Veränderung der Schweizer Zinskurve; 31. Dezember 2023 bis 30. September 2024 (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Zu Turbulenzen kam es nicht, aber zu einer starken Verlagerung der Zinsstrukturkurve nach unten. Diese hat schon im vierten Quartal 2023 eingesetzt und sich im bisherigen Jahresverlauf noch verstärkt. Die tieferen Zinsen sowohl am kurzen wie auch am langen Ende sorgen generell für eine erholsame Dynamik im Kreditgeschäft mit tieferen Finanzierungskosten für den Kreditkunden und im Speziellen in der Baubranche durch tiefere Hypothekarkreditzinsen.

Die Zinsstrukturkurve ist ein faszinierendes Gebilde, auf das verschiedenste Kräfte einwirken. Am kurzen Ende ist es insbesondere die Geldpolitik. Durch die Zinssenkungen der SNB haben sich die Zinsen für zwölfmonatige Festgelder seit Jahresbeginn deutlich reduziert (-0.7%). Es wird damit gerechnet, dass sich diese Verzinsung weiter reduziert.

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve kommen diverse Aspekte dazu. Da spielen der Verschuldungsgrad eines Währungsraumes eine Rolle, aber auch Währungsaspekte, das BIP-Wachstumspotenzial, die längerfristigen Inflationserwartungen, was wiederum mit dem Arbeitskräftepotenzial und damit mit der Demografie zusammenhängt. Ebenfalls eine bedeutende Rolle spielen die konjunkturzyklische Widerstandsfähigkeit einer Wirtschaft und deren strukturellen Eigenschaften. Die Bestimmung der längerfristigen Resilienz eines Schuldners hängt auch von der Produktivität und der Innovationskraft ab, manchmal auch von der Zugehörigkeit zu einem intakten Finanzausgleichssystem.

Grosse Wetten am langen Ende empfehlen wir nicht. Um einen

Eindruck der Kurs-Volatilität eines «Langläufers» zu gewinnen, verwenden wir die 100 Millionen Franken-Anleihe der Stadt Bern, die im Herbst 2020 in einer Stückelung von 5'000 Franken mit einem Zins von 0.04% und einer Laufzeit von 50 Jahren emittiert wurde. Aufgrund des damaligen Negativzinsumfelds wählten einige Investoren diese Anlage, um wenigstens ein winzig kleines positives Zinseinkommen zu erzielen. Wobei gewisse Zweifel vorliegen dürften, ob alle Käufer auch tatsächlich die Rückzahlung der Anleihe im Oktober 2070 noch erleben werden.

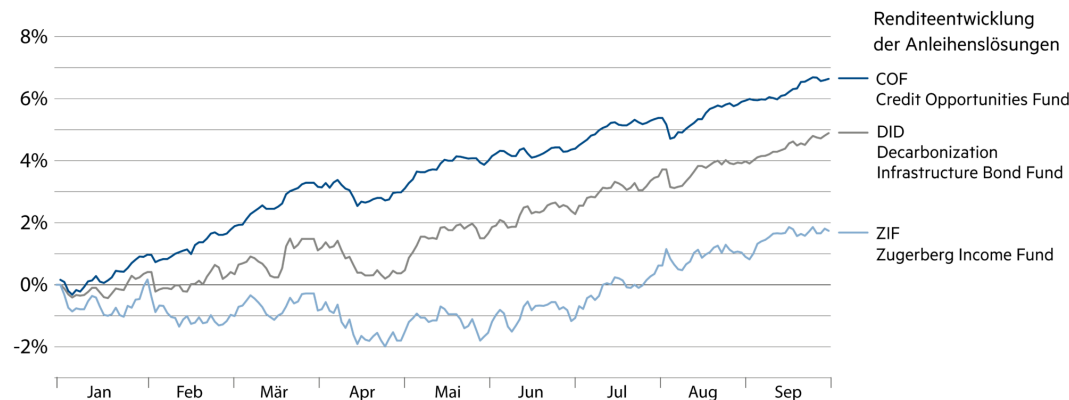
Dessen ungeachtet freuten sich die Investoren natürlich über den anfänglichen Kursverlauf. Die Anleihe stieg von 100.00 bis auf 111.60 (7. Dezember 2021): eine beachtliche Rendite von 11.6% in den ersten 14 Monaten. Als Folge der Leitzinserhöhungen fiel der Kurs auf 40.8 (20. September 2022). Mit einem Kursverlust von 65% war das eine der schlechtesten Anleihen im Swiss Bond Index. Doch die Aussichten auf eine Erholung liessen den Kurs allmählich wieder ansteigen. Mit den jüngsten SNB-Einschätzungen ging der Kurs sogar wieder auf 78.00 hoch (30. September 2024).

Solche Anleihen befinden sich in einem ETF, einem Produkt, das den Anspruch erhebt, den gesamten Markt abzudecken. Wir sind überzeugt davon, dass man mit einer aktiven Selektion weniger Schwankungen und gleichzeitig eine bessere Rendite erzielen kann. Die Selektion bei den Anleihen betrifft nicht nur die Wahl zwischen Staats- und Unternehmensanleihen, sondern auch das Rating des jeweiligen Emittenten, die Laufzeit, die Währung und dessen Finanzierungsstruktur. Einen Eindruck dazu vermitteln wir im nächsten Abschnitt «Zugerberg Finanz Anleihehlösungen».

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→	Wenn sich die Kräfteverhältnisse im globalen Gefüge der Volkswirtschaften verschieben, verändert sich auch die Attraktivität der jeweiligen Staatsanleihen.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Das weltwirtschaftlich nach wie vor solide Nominalwachstum bildet einen fundamental guten Nährboden für eine Vielzahl von Anleihen.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Die zyklische und strukturelle Resilienz der sorgfältig selektierten Unternehmen ist ein wesentlicher Treiber unserer kreditrisikoprämienfokussierten Lösungen.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Solider Beitrag durch unsere Anleihenslösungen



Renditeentwicklung unserer Anleihenslösungen in Schweizer Franken, 01.01.2024 bis 30.09.2024 (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im laufenden Jahr erholen sich die Anleihen solid. Der konservativ ausgerichtete Zugerberg Income Fund (ZIF) erzielte seit Jahresbeginn eine Gesamtrendite von +1.7%. Der stärker auf Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund (COF) liegt deutlich höher (+6.3%). Und die auf Dekarbonisierungsprojekte fokussierte Lösung (DID) liegt ebenfalls überdurchschnittlich gut im Rennen (+4.8%). Das führt zu einer stattlichen Anleihensrendite je nach Risikoklasse.

In der Risikoklasse 2 ist der konservative Teil der Anleihen stärker gewichtet. Deshalb liegt hier die in den ersten neun Monaten aufgelaufene Rendite sämtlicher Anleihen bei +3.3%. In der Risikoklasse 3 verschiebt sich das Gewicht von den zinsrisikobehafteten Anleihen vermehrt zu den kreditrisikobezogenen Anleihen. Das hat im laufenden Jahr bestens funktioniert und führte zu einer Obligationen-Rendite von bislang +4.2%.

Nun bleibt natürlich zu vermerken, dass das Jahresende noch nicht erreicht ist. Die Anleihen verfügen über die schöne Eigenschaft, dass sie jeden Tag Zinsen abwerfen, auch am Samstag und am Sonntag. Deshalb kann mit grosser Wahrscheinlichkeit der Zinsertrag der kommenden 90 Tage abgeschätzt werden.

Was auch gut prognostiziert werden kann, ist die Entwicklung der Geldpolitik über eine kürzere Frist. Da die Zentralbanken erst am Beginn eines Zinssenkungszyklus stehen, kann in den kommenden Monaten und Quartalen insbesondere bei den grossen Zentralbanken (Fed, EZB) mit deutlichen Zinssenkungsschritten gerechnet werden. Das erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Anleihens-

kurse zumindest leicht nach oben entwickeln dürften.

Am schwankungsreichsten sind typischerweise die Einschätzungen der Kreditrisikoprämien. Bei den Qualitätsanleihen, die wir insbesondere im ZIF vorfinden, spielen diese kaum eine Rolle. Da sind die Schwankungen gering, solange es nicht zu einer Rezession kommt. Im ZIF liegen die Kreditrisikoprämien im Durchschnitt rund 107 Basispunkte über dem Niveau der jeweiligen laufzeitgleichen Staatsanleihe. Das ist deutlich mehr als bei den Schweizer High Grade Anleihen (73 Basispunkte) und etwas mehr als bei den amerikanischen High Grade Anleihen (89 Basispunkte), aber weniger als bei den europäischen Anleihen (117 Basispunkte).

Dies ist insofern wichtig, weil eine Staatsanleihe beispielsweise in der Schweiz praktisch nichts mehr abwirft. 0.4% beträgt die Rückzahlungsrendite, d. h. für die Anleihe, die im Sommer 2034 zurückbezahlt und mit 0% verzinst wird, muss ich heute 96 Franken aufwerfen, um in zehn Jahren 100 Franken zu bekommen. Das ist eine magere Rendite. Wir sind überzeugt davon, dass wir mit unseren Anleihenslösungen ein spürbar besseres Resultat erzielen werden – sowohl mit dem ZIF, der insbesondere robuste Ergebnisse erzielt, wenn die US-Inflationswerte unter 3% liegen (wie das nun der Fall ist). Doch bei Anleihen gilt immer: Es braucht Geduld.

Der COF überzeugt in der langen Frist auch die Morningstar Fondsratingagentur. Sie verleiht dem COF für seine Zehnjahresperformance das höchste Prädikat (5 Sterne), wobei nicht nur die Rendite, sondern auch die Schwankungen, d. h. das Risiko, berücksichtigt werden. Wer bei dessen Lancierung im Herbst 2011 100 Franken einzahlte, liegt inzwischen bei 133.50 Franken.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2024 (seit Jahresbeginn)	+1.7%	+6.3%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-6.9% (-1.1%)	+33.4% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	55%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	107 BP (-3 BP)	419 BP (-3 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

Schwankungen bei den Immobilienwerten



Der Schweizer Immobilienfonds-Index 2019 bis 2024 (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Über die vergangenen fünf Jahre zeigte der Schweizer Immobilienfonds-Index einen typischen Verlauf für die zugrundeliegenden makroökonomischen Verhältnisse. Durch die Pandemie erfuhren selbst die als «Betongold» geliebten Immobilienwerte im Frühjahr 2020 herbe Einbussen. Die anschliessende Negativzinsphase sorgte jedoch zu einer erhöhten Nachfrage nach Immobilien und Immobilienfonds. Mit den Zinserhöhungen ging die Attraktivität zurück. Die Immobilienfonds fielen im Durchschnitt um 27%.

Erst im Laufe des Jahres 2024 stieg der Index wieder über den ursprünglichen Wert von Ende 2019. Dabei muss betont werden, dass es sich beim vorliegenden Index um einen sogenannten «Total Return» Index handelt, d. h. alle Dividenden und Ausschüttungen jedwelcher Natur werden miteinberechnet. Auch muss man sich stets im Klaren sein, dass es sich dabei um reale Werte handelt, die man anfassen kann, in denen gelebt wird und für die Mieten bezahlt werden. Und es kam nicht zu Mietausfällen.

Die Bewertungsschwankungen sind zu rund 90% auf das Zinsumfeld zurückzuführen. Immobilienfonds werden ähnlich wie Unternehmensanleihen als ertragsreichere Alternative zu Staatsanleihen gehalten.

Es gibt minimale technische Unterschiede zum zweiten Schweizer Immobilienfonds-Gebilde, dem SXI Real Estate Fund Broad (SWIIT), dessen Verlauf aber keine signifikante Abweichung zu verzeichnen mag. Das Schwergewicht liegt materiell auf Wohnrenditeliegenschaf-

ten. Wer einen stärkeren Bezug zu Geschäftsimmobilien sucht, findet diesen im SXI Real Estate Shares Total Return Index. Weil sich da jedoch ein gewisser Leerstand hartnäckig hält, haben die Geschäftsimmobilien einen schwierigeren Stand unter den Anlegern. Der entsprechende Index weist zwar einen ähnlichen Kurvenverlauf auf; allerdings musste sich der Investor mit einer um 5% geringeren Gesamtrendite über den fünfjährigen Beobachtungszeitraum zufriedengeben.

In den vergangenen Wochen mit dem Blick auf sinkende Inflationsraten und Leitzinsen sowie schrumpfende Erträge aus Festgeldanlagen erwachte wieder das Anlegerinteresse an Immobilienfonds. Die von der SNB publizierte Inflationsprognose bestärkte die Investoren in der Sicherheit, dass die SNB an ihrer Sitzung vom 12. Dezember 2024 erneut eine Zinssenkung von 25 Basispunkten vornehmen wird. Deshalb dürfte das Interesse nach Immobilienanlagen weiter zunehmen.

Überschüssige Barmittel werden kaum mehr Erträge abwerfen, und diese gilt es deshalb vor dem Kaufkraftverlust zu schützen und zu investieren. Die Zinsschwankungen auf Festgeldanlagen oder Sparkonti sind gross. Wesentlich beständigere Erträge können auf den Immobilien und Infrastrukturanlagen in unseren Portfolios erzielt werden. Mit unseren Werten wie BKW, Flughafen Zürich, Vinci, Veolia usw. fühlen wir uns gut aufgestellt für die kommenden Anlageperioden.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Das Kaufen (sofern Eigenmittel und Tragbarkeit gegeben sind) ist finanziell wieder attraktiver als das Mieten geworden. Das wird die Preise höher treiben.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↗	→↗	Die Nachfrage nach guten Wohn-, Büro- und Geschäftsliegenschaften steigt. Davon profitieren insbesondere gut positionierte Werte wie Mobimo und PSP.
Immobilienfonds CH	→	↗	Indirekte Immobilienanlagen (CHREF) legten im September zu (+3.5%) und sorgten damit immerhin für einen versöhnlichen Quartalsabschluss (3. Quartal: +6.1%).
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die Aussichten für Infrastrukturbetreiber bleiben intakt: Weil sich deren Fremdkapitalkosten reduzieren, darf mit höheren Gewinnen gerechnet werden.

Aktien

Mit Vorfreude ins Schlussquartal

Der September erwies sich auf dem Schweizer Aktienmarkt als durchzogen. Generell galt, dass die defensiven Werte eher schlecht performten. Das ist typisch in der Phase einer wachsenden weltwirtschaftlichen Zuversicht, in der normalerweise die zyklischen Werte besser abschneiden. Insbesondere die Industrietitel zeigten sich von der guten Seite, ebenso die Versicherungstitel. Mit Vorfreude ziehen unsere Portfolios ins Schlussquartal. Die Aussichten bleiben positiv.

Bei den Aktien trat ein schöner September für zyklische Industrietitel ein. Der Zuger Verbindungstechniker Bossard (+9% im September) konnte sich durch die Monats-Performance wieder den weltweit tätigen Siemens (+7%), Schindler (+5%) und Schneider Electric (+3%) annähern. Diese haben seit Jahresbeginn schon eine teils deutliche zweistellige Gesamtrendite erzielt. Auch unsere Fonds aus Indien (+4%), das sich als Werkplatz mit zunehmender Attraktivität auszeichnet, profitierten vom zyklischen Aufschwung.

Dasselbe lässt sich auch von Sika (+3%) sagen. Bei Sika gibt es viel Know-how, z. B. wie man ein Hochhaus erdbebensicher macht, wie man wasserundurchlässigen Beton mischt, oder wie man in einem Data Center den Boden frei von Elektrostatik macht. In einer zirkulären Wirtschaft wächst zudem die Nachfrage, wie man den Bauschutt mit Zusatzstoffen vor Ort gleich wieder für Neubauten einsetzen kann. Das Geschäftsmodell von Sika orientiert sich an den makroökonomischen Trends, auf die wir im gesamten Portfolio setzen: Sika befindet sich nicht in einem stagnierenden, sondern in einem strukturellen Wachstumsmarkt, der gegenwärtig 110 Milliarden Franken gross ist. Sika als globaler Leader hat darin einen Marktanteil von 11% und profitiert damit von Trends wie der zunehmenden Urbanisierung, der wachsenden Nachfrage nach Infrastruktur, den jüngeren Anforderungen an Digitalisierung und Dekarbonisierung.

Die Schwellenländer wachsen stärker als die etablierten Industriestaaten und erzeugen bei Sika bereits 41% vom Umsatz. Als Nr. 1 mit der grössten Produktpalette wächst Sika stärker als die Konkurrenz (Markt-Durchdringung), wobei das Schönste am Geschäftsmodell ist, dass der Bruttogewinn stärker wächst als der Umsatz, d. h. das Geschäft ist skalierbar. Das wirkt wie der Zinseszins, wenn man die Aktie statt nur ein Jahr über zehn Jahre hält. So fliessen makroökonomische Trends über Branchenanalysen und einzelne Geschäftsmodelle letztlich in unsere Anlageentscheidungen ein. Das ist nur ein Beispiel. In diesem Prozess nutzen wir vermehrt auch grosse Rechenkapazitäten, um die Selektion mit Hilfe von Künstlicher Intelligenz zu unterstützen.

Brancheneinschätzungen bleiben wichtig, und wir haben seit Jahren beispielsweise die Versicherungsbranche viel stärker gewichtet als Banken. Diese zeigte sich aus unterschiedlichen Gründen im September von der sonnigen Seite. Der Rückversicherer Swiss Re (+1%) berichtete von guten Prämienabschlüssen in Monte Carlo. Zurich Insurance Group (+4%) weist dank dem erfolgreichen Kommissionsgeschäft der US-Tochter Farmers eine branchenüberdurchschnittlich hohe Kapitalrendite von etwa 20% aus. Davon profitieren die Aktionäre mit einer überdurchschnittlichen Dividende. Axa als globaler Leader in der Sachversicherung bekommt Unterstützung durch die zunehmende Nachfrage der Unternehmen, sich gegen Betriebsausfälle zu versichern. Swiss Life (+3%) profitierte insbesondere von tieferen Zinsen. Diese werden in den kommenden 18 Monaten durch die Anwendung von tieferen Diskontierungssätzen zu einer höheren Bewertung des Immobilienbestandes führen. Der grösste Immobilieninvestor Europas dürfte deshalb bereits in naher Zukunft rekordhohe Gebühreneinnahmen generieren, denn ein erheblicher Teil der Immobilien- und Infrastrukturwerte werden für Dritte gehalten.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→↗	↗	Insbesondere im Healthcare-Bereich sind wir vom mittelfristigen Ausblick von Novartis und Roche positiv angetan.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Hier muss man unterscheiden zwischen einer Volkswirtschaft und dem globalen Unternehmen, das typischerweise selten mehr als 40% Umsatz in Europa macht.
Aktien USA	→↗	↗	Wahlsensible Aktien werden komplett vermieden. Die US-Valoren sind teils stattlich bewertet, teils jedoch nach wie vor fair. Die Suche nach der Balance bleibt wichtig.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	In China herrscht ein steigender Deflationsdruck: Die Produzenten- und Immobilienpreise fallen rasant. Dagegen kämpfen die zentralen Behörden an.

Alternative Anlagen

Private Equity im Aufwind

Mit den tieferen Zinsen werden Börsengänge als auch Übernahmengeschäfte wieder belebt. Davon profitieren insbesondere Privatmarktunternehmen. Sie sind weltweit an jeder vierten Transaktion beteiligt. Besonders im Fokus steht das Freisetzen von Kapital, indem bisherige Portfoliogesellschaften veräussert werden. Hinzu kommen frische Engagements in neuen vielversprechenden Märkten und Geschäftsmodellen.

Der Aufschwung von Partners Group ist in der Schweiz einmalig. Die vor 25 Jahren in Zug gegründete Firma beschäftigt heute weltweit mehr als 1'800 Mitarbeitende auf allen Kontinenten mit verschiedensten Aufgaben. Eine zentrale Aufgabe ist das sorgfältige Aufspüren von interessanten Investitionsmöglichkeiten für die 149 Milliarden Dollar (13% Wachstumsrate seit zehn Jahren), die Partners Group in jeweils langfristig ausgerichteten Gefässen anvertraut wurden. Investitionen können sich aus vielfältigen Gründen ergeben. Das kann beispielsweise ein Unternehmer sein, der familienintern keine geeignete Nachfolgelösung findet. Das kann aber auch im Branchentrend liegen, wonach es z. B. mehr Rechenzentren braucht, die mit erneuerbarer Energie betrieben werden sollen.

Partners Group und EQT zählen zu den führenden Private Equity Unternehmen in Europa, wobei sich EQT immer stärker auf ganz grosse Deals fokussiert, während Partners Group ihre Stärke eher im mittelständischen Buyout Geschäft sieht. Das ist ein Segment, das in den kotierten Märkten und damit auch in den Anlageportfolios kaum auftaucht. Deshalb ist Private Equity realwirtschaftlich stets eine Diversifikation zu einem bereits existierenden Public Equity Portfolio, in dem sich vornehmlich Grossunternehmen befinden.

Partners Group hat für ihre Kundschaft beispielsweise die Schweizer Luxusuhren-Unternehmung Breitling übernommen und unter dem

mitbeteiligten CEO Georges Kern erfolgreich weiterentwickelt. Im Rahmen einer Nachfolgelösung für den Gründerunternehmer Hermann Rosen hat Partners Group zudem die Rosen Group mehrheitlich übernommen. Die mit Hauptsitz im zentralschweizerischen Stans gelegene Firma wird nun als Marktleader weiter gestärkt – mit innovativen Lösungen und herausragenden Dienstleistungen, welche auf der Expertise in verschiedenen Technologiebereichen basieren und mit fortschrittlichen digitalen und KI-basierten Fähigkeiten weiterentwickelt werden.

Ein Unternehmen muss irgendwann auch wieder in neue Hände übergeben werden. Das kann ein Börsengang sein. Den strebt Partners Group mit KinderCare Learning Companies an. Die 55-jährige Institution, die an über 2'000 Örtlichkeiten unter verschiedenen Marken «Premium» Kindertagesstätten und edukative Leistungen für Kinder bis ins Alter von 12 Jahren erbringt, soll in den USA kotiert werden. Partners Group kaufte die Gruppe vor 9 Jahren und entwickelte sie weiter. Der erste Versuch eines IPOs im Jahr 2021 musste mitten in der Pandemie abgebrochen werden.

Ein 2-Spur-Verfahren, das auch zu einem IPO hätte führen können, war der Verkaufsprozess bei Techem, bei der Partners Group mit zwei kanadischen Pensionskassen als Co-Investoren Mehrheitsaktionär war. Käufer war die bekannte TPG aus Amerika gemeinsam mit dem Minderheitsinvestor GIC, dem Staatsfonds von Singapur. GIC ist einer der grössten Staatsfonds weltweit und hält gerne Beteiligungen, weil er sich dadurch bessere Erträge als mit dem Halten von Staatsanleihen erhofft. Die Bewertung in der Höhe von 6.7 Milliarden Euro entspricht etwa dem 12.1-fachen Bruttogewinn (EBIT-DA) und liegt deutlich über der Unternehmensbewertung von 4.6 Milliarden Euro, zu der Techem im Jahr 2018 übernommen wurde. Auf die Anleihe von Techem, die wir im COF halten, hatte die Transaktion keinen Einfluss.

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	↗	→↗	In Franken stieg der Goldpreis nach einer fünfmonatigen Stagnation leicht über die Schwelle von 2'200 Franken pro Unze Feingold. Die Nachfrage aus Indien war stark.
Insurance Linked Securities	→↗	↗	Es handelt sich dabei um interessante Finanzinstrumente, die an bestimmte Versicherungsrisiken gekoppelt sind und ein Portfolio diversifizieren können.
Private Equity	↗	↗	Die Aktie von Partners Group hat anfangs Oktober dividendenbereinigt den höchsten Stand seit Dezember 2021 erreicht.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)					
			30.09.2024	09/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Aktien								
SMI	CHF	12'168.9	-2.2%	+9.3%	+3.8%	-16.7%	+20.3%	
SPI	CHF	16'241.9	-1.6%	+11.5%	+6.1%	-16.5%	+23.4%	
DAX	EUR	19'324.9	+2.4%	+17.0%	+13.1%	-16.3%	+10.4%	
CAC 40	EUR	7'635.8	+0.2%	+2.6%	+9.6%	-13.9%	+23.6%	
FTSE MIB	EUR	34'125.3	-0.6%	+14.0%	+20.4%	-17.3%	+17.3%	
FTSE 100	GBP	8'237.0	-0.3%	+12.6%	-0.3%	-8.8%	+16.7%	
EuroStoxx50	EUR	5'000.5	+1.0%	+12.1%	+12.1%	-16.0%	+16.0%	
Dow Jones	USD	42'330.2	+1.1%	+13.0%	+3.5%	-7.7%	+22.2%	
S&P 500	USD	5'762.5	+1.3%	+21.6%	+13.1%	-18.5%	+30.6%	
Nasdaq Composite	USD	18'189.2	+1.9%	+21.9%	+30.6%	-32.3%	+25.0%	
Nikkei 225	JPY	37'919.6	-0.5%	+12.2%	+8.6%	-19.7%	-2.6%	
Sensex	INR	84'299.8	+1.7%	+16.7%	+7.4%	-4.8%	+23.2%	
MSCI World	USD	3'723.0	+0.9%	+18.2%	+10.8%	-18.5%	+23.7%	
MSCI EM	USD	1'170.9	+5.7%	+15.1%	-2.6%	-21.5%	-1.8%	
Obligationen (gemischt)								
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	156.3	+0.7%	+0.6%	+2.2%	-13.2%	-3.0%	
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	188.1	+1.2%	+2.0%	+4.2%	-16.7%	-2.0%	
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	360.5	+1.4%	+6.2%	+8.7%	-13.6%	+1.4%	
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	278.1	+1.4%	+4.7%	+4.5%	-18.2%	-2.7%	
Staatsobligationen								
SBI Dom Gov	CHF	185.3	+0.4%	+3.2%	+12.5%	-17.0%	-4.2%	
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	142.5	+0.9%	+0.5%	-0.5%	-15.0%	-3.5%	
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	181.6	+1.1%	+0.0%	+4.8%	-18.9%	-3.7%	
Unternehmensobligationen								
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	188.2	+0.6%	+3.5%	+5.7%	-7.5%	-0.5%	
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	192.2	+1.4%	+2.0%	+3.5%	-18.5%	-2.3%	
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	613.8	+1.3%	+4.7%	+8.5%	-13.7%	+4.1%	
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	167.6	+1.0%	+1.9%	+5.9%	-14.1%	-1.2%	
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	299.3	+0.7%	+4.3%	+9.8%	-10.9%	+3.2%	
Alternative Anlagen								
Gold Spot CHF/kg	CHF	71'623.8	+4.6%	+27.2%	+0.8%	+1.0%	-0.6%	
Commodity Index	USD	100.3	+3.7%	+2.4%	-20.4%	+15.1%	+30.8%	
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'566.7	+3.5%	+9.7%	+5.4%	-17.3%	+7.6%	
Währungen								
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8456	-0.5%	+0.5%	-9.0%	+1.3%	+3.1%	
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9416	+0.3%	+1.4%	-6.1%	-4.6%	-4.0%	
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5883	+1.2%	-1.4%	-15.4%	-11.0%	-7.5%	
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1310	+1.4%	+5.5%	-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 30.09.2024; Wirtschaftsdaten per 30.09.2024; Wirtschaftsprognosen vom 30.09.2024; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.