



Baar und Stadt Zug mit Alpenpanorama (Foto: Andreas Busslinger)

Aussicht auf ein Jahresendrallye

Anfangs November lässt sich festhalten, dass der Jahrgang 2024 wohl zu den besseren zählen dürfte. Die US-Wahlen sind vorbei und bis zum Jahresende verbleiben nur noch wenige Wochen. Damit ist auch der Weg frei für ein Jahresendrallye. In der Ungewissheit über den Wahlausgang blieben zahlreiche Anleger defensiv mit Barmitteln parkiert, doch dürfte sich nun eine Anlagewelle abzeichnen. Diese wird aus einem guten Datenkranz abgeleitet. Nachdem die Berichterstattung über das dritte Quartal erneut mehrheitlich positiv überraschte, zeichnet sich für das kommende Jahr erneut eine Erhöhung der Gewinnsschätzungen ab. Zudem hievt sich das Konsumentenvertrauen in den USA und in Europa auf den höchsten Stand seit März 2021.

Der Inflationsdruck nimmt ab und die schreckliche Inflationswelle ist überstanden. In den USA liegt der Preisindex für die persönlichen Konsumausgaben nur noch 2.1% höher als vor einem Jahr – und dies, obschon die US-Wirtschaft seit mehr als einem halben Jahr um

annualisiert 3% wächst. Die Güterpreis-inflation liegt sogar in der leichten Minuszone, nur die Preise für Dienstleistungen (insbesondere das Wohnen) liegen höher als vor einem Jahr. Auch in Europa liegen die Inflationswerte vielerorts zurück in der Zielzone der Zentralbanken. Hier ist es dringend notwendig, dass der bislang restriktive geldpolitische Kurs gelockert wird, damit die Wirtschaft nicht in eine deflationäre Phase gleitet. Spanien, Italien und Frankreich wachsen deutlich, Deutschland (+0.8% im dritten Quartal) etwas weniger.

Hüben wie drüben befinden sich die Arbeitsmärkte nahezu in einem Gleichgewicht. Die Arbeitslosenraten liegen tief und die Stundenlöhne und die Beschäftigungsquote stagnieren auf gutem Niveau. Die Zentralbanken bewerten die einzelnen Daten und wägen noch immer jeden Zinsschritt ab. Es ist gewiss noch nicht die Normalität eingetreten, in der man geldpolitisch mit dem Autopiloten unterwegs sein könnte.

Der SMI mit einem Zwischentief

Der Swiss Market Index durchlief vor den US-Wahlen wie andere Märkte ein Zwischentief. Der SMI liegt damit mit seiner Gesamtrendite rund 17% höher als vor 12 Monaten. Im Jahr 2023 kam es im November und Dezember zu einer Jahresendrallye, und die könnten wir auch in diesem Jahr erleben. Der breite US-amerikanische Index S&P 500 legte seit Jahresbeginn deutlich zu (+19.6% in USD). In Europa sind die Bewertungen moderater und der bisherige Anstieg (+6.8% beim Euro Stoxx 50) wie beim SMI (+5.9%) eher bescheiden. Gelitten haben vor allem europäische Automobilwerte und ihre (Schweizer) Zulieferer sowie Luxusgüteraktien in Folge des flauen Konsums in China.

Einen schlechten Monat verzeichnete der Weltanleihsindex (-0.7% seit Jahresbeginn, -1.8% im Oktober) durch die Sorge um die hohe Staatsverschuldung rund um den Globus und der Frage, ob daraus ein zukünftig höherer Renditedruck erfolgt. Weltweit stiegen jedenfalls die Renditen der Anleihen, und die Kurse fielen. Bei unseren Anleihen lag die Rendite im Durchschnitt jedoch nur leicht im Minus, aber es liess sich ein leicht negatives Monatsergebnis in den Portfolios mit einem starken Anleihsanteil nicht vermeiden. So kam es durchwegs durch alle Lösungen zu einem negativen Monatsergebnis.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

| | Wertentwicklung der Strategien* | |
|---------------------------------|---------------------------------|----------|
| | Oktober 2024 | YTD 2024 |
| Zugerberg Finanz R1 | -1.6% ↓ | +1.7% ↑ |
| Zugerberg Finanz R2 | -1.5% ↓ | +5.3% ↑ |
| Zugerberg Finanz R3 | -1.4% ↓ | +8.8% ↑ |
| Zugerberg Finanz R4 | -1.7% ↓ | +10.0% ↑ |
| Zugerberg Finanz R5 | -1.7% ↓ | +10.5% ↑ |
| Zugerberg Finanz RDividenden | -2.3% ↓ | +7.3% ↑ |
| Zugerberg Finanz Revo1 | -1.3% ↓ | +1.4% ↑ |
| Zugerberg Finanz Revo2 | -1.2% ↓ | +5.0% ↑ |
| Zugerberg Finanz Revo3 | -1.2% ↓ | +7.6% ↑ |
| Zugerberg Finanz Revo4 | -1.7% ↓ | +9.7% ↑ |
| Zugerberg Finanz Revo5 | -2.0% ↓ | +11.0% ↑ |
| Zugerberg Finanz RevoDividenden | -2.3% ↓ | +7.8% ↑ |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo3 | -2.3% ↓ | +0.1% ↑ |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo4 | -3.2% ↓ | -1.3% ↓ |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo5 | -3.7% ↓ | -2.3% ↓ |

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

| | Wertentwicklung der Strategien* | |
|-------------------------------------|---------------------------------|----------|
| | Oktober 2024 | YTD 2024 |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5 | -1.2% ↓ | +0.6% ↑ |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1 | -1.1% ↓ | +2.3% ↑ |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2 | -1.0% ↓ | +4.5% ↑ |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3 | -0.8% ↓ | +7.5% ↑ |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4 | -1.7% ↓ | +7.3% ↑ |

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

| | Wertentwicklung der Strategien* | |
|------------------------------------|---------------------------------|----------|
| | Oktober 2024 | YTD 2024 |
| Zugerberg Finanz 3a Revo1 | -1.3% ↓ | +1.4% ↑ |
| Zugerberg Finanz 3a Revo2 | -1.2% ↓ | +5.0% ↑ |
| Zugerberg Finanz 3a Revo3 | -1.2% ↓ | +7.6% ↑ |
| Zugerberg Finanz 3a Revo4 | -1.7% ↓ | +9.7% ↑ |
| Zugerberg Finanz 3a Revo5 | -2.0% ↓ | +11.0% ↑ |
| Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden | -2.3% ↓ | +7.8% ↑ |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3 | -2.3% ↓ | +0.1% ↑ |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4 | -3.2% ↓ | -1.3% ↓ |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5 | -3.7% ↓ | -2.3% ↓ |

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

Makroökonomie

Weltwirtschaft zwischen Kooperation und Konfrontation



Risiken und Ungewissheiten in der Weltwirtschaft (Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Weltwirtschaft ist stark verflochten, wie wir dies während der Pandemie schonungslos aufgezeigt bekamen. Deshalb besteht das Ziel insbesondere der westlichen Staaten und Unternehmen, etwa Lieferketten gegenüber möglichen Störungen im internationalen Waren- und Dienstleistungsverkehr robuster zu machen. Der Wahlausgang in den USA bringt allerdings auch weitere wirtschaftliche Unsicherheiten mit sich, vor allem in strategisch wichtigen Bereichen.

Das weltwirtschaftliche Wachstumspotenzial bleibt nach Einschätzung durch den Internationalen Währungsfonds (IWF) insgesamt intakt. Die Weltwirtschaft dürfte im laufenden wie auch im kommenden Jahr demnach um +3.2% real zulegen. Es wäre mehr möglich, doch Regularien und Handelshemmnisse sind in den letzten Jahren in Rekordtempo errichtet worden.

Mit der Wahl Donald Trumps könnte eine weitere Welle mit drastischen Zollerhöhungen, einer expansiven Fiskalpolitik und einer starken Einschränkung der Zuwanderung einhergehen. Wo Zölle erhoben werden, ist mit Gegenzöllen zu rechnen. Plausibel erscheint deshalb, dass wir kaum auf eine grössere Kontinuität in der Handels- und Wirtschaftspolitik zusteuern, sondern viel mehr mit erratischen Entscheidungen und vermehrt auch mit negativen Effekten rechnen müssen.

Höhere Importzölle führen zu höheren Preisen für die Importware. Noch höhere Defizite aufgrund von fiskalischen Stimuli-Programmen sorgen wohl für höhere Renditen auf den Staatsanleihen, weil die Risikoprämien zunehmen dürften. In einem solchen Szenario ist ein erheblicher Inflationsanstieg in den USA möglich, wodurch sich

die US Federal Reserve zu Leitzinsanhebungen veranlasst sehen könnte.

Würden Trumps Ankündigungen umgesetzt, könnte dies im Euroraum und auch in der Schweiz zu spürbaren Wachstumseinbrüchen führen. «Das läge nicht nur an den Folgen gravierend höherer Zölle, die direkt oder indirekt unsere Exportwirtschaft beeinträchtigen würden. Sondern auch die Unsicherheit wäre bedeutsam, die ein Wahlsieg Trumps in Europa auslösen dürfte. Sie könnte die Tendenz bei Unternehmen verstärken, sich mit Investitionen zurückzuhalten», erläuterte jüngst Joachim Nagel, der Präsident der Deutschen Bundesbank.

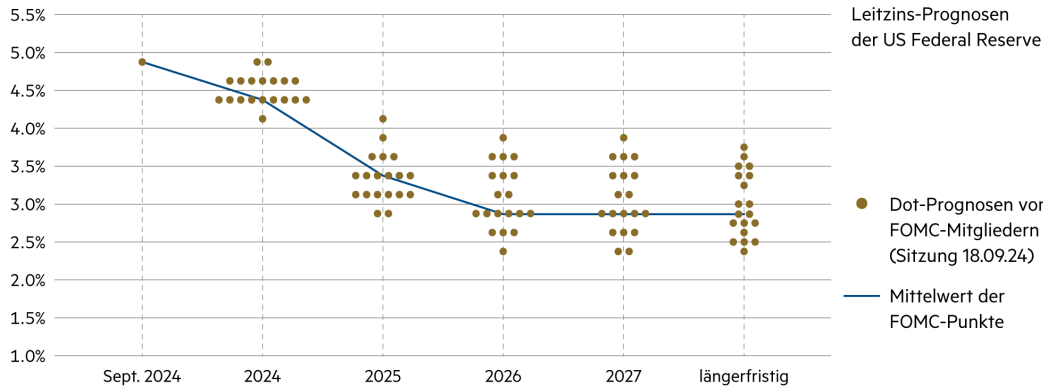
Aufgrund der im Vergleich zum restlichen Euroraum überdurchschnittlichen Handelsverflechtung der Schweiz und der Bundesrepublik Deutschland mit den USA könnten die negativen Effekte für die Schweiz und Deutschland grösser sein als für den Euroraum. Beispielsweise war im Jahr 2023 Deutschland mit Abstand der grösste Exporteur Europas in die USA. Auch der Anteil der Exporte in die USA an den gesamten Exporten lag höher als in den meisten EU-Mitgliedsländern.

In diesem Szenario könnte der heftige Schwenk in der US-Handels- und Wirtschaftspolitik auch Inflationsrisiken für Europa mit sich bringen. Der Hauptkanal hierfür wäre die Wechselkursentwicklung, beeinflusst durch die amerikanische Geldpolitik: Falls die Fed auf einen Inflationsschub in den USA stärker mit Zinsanhebungen reagieren müsste als der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) auf die hiesige Preisentwicklung, wäre eine Abwertung des Euro zu erwarten und mithin ein Anstieg der Importpreise.

| Region | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung |
|------------------|------------|--------------|--|
| Schweiz | ↗ | ↗ | Nachdem die SNB per Ende September einen Gewinn von mehr als 60 Mrd. Franken erzielt haben dürfte, steigen die Ausschüttungs-Hoffnungen. |
| Eurozone, Europa | ↗ | ↗ | Mit der niedrigen Inflation kehrt in Europa auch das Konsumentenvertrauen zurück. Der Süden wächst in die Lokomotiv-Funktion hinein. |
| USA | ↗ | ↗ | Das US-Konsumentenvertrauen sprang auf 108.7 (+9.5 Punkte), dem höchsten Niveau seit März 2021, und reflektiert damit einen gesunden Arbeitsmarkt. |
| Rest der Welt | ↗ | ↗ | Derzeit ist Vorsicht hinsichtlich China-Aktien angebracht, denn die Auswirkungen der Handelsstreitigkeiten mit den USA sind vollkommen unklar. |

Liquidität, Währung

Die grosse Inflationswelle ist vorbei



Implizite US-Zentralbank-Leitzinsen bis 2027 (Quelle: U.S. Federal Reserve, 18.9.2024 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die schlimmste Phase mit teils zweistelligen Inflationsraten in den USA wie auch in Europa ist vorbei. Derzeit sind viele Volkswirtschaften auf gutem Wege, ihre Inflationsziele nachhaltig zu erreichen. Das gilt auch für die Schweiz, wo das Inflationsziel in der Bandbreite zwischen 0% und 2% liegt und die Inflationsrate in den vergangenen 12 Monaten 0.6% betrug. Deshalb prognostizieren selbst die Zentralbanken – wie das Federal Reserve (Fed) – sinkende Leitzinsen in den kommenden Quartalen.

Am Kapitalmarkt wird derzeit davon ausgegangen, dass die US-Leitzinsen in den kommenden 12 Monaten fünfmal um je 0.25% gesenkt werden – auf ein Zielband von 3.5% bis 3.75%. Damit ist der Markt nicht ganz so optimistisch wie die Fed. Die Unterschiede sind nicht gross, und einzelne makroökonomische Daten können die Marktmeinung rasch wieder verändern.

Die grösste Veränderung war das starke Wachstum in den USA, was auch auf den robusten Konsum und die geringe Sparquote zurückzuführen ist. Viele verstehen das fundamental unterschiedliche Sparverhalten zwischen den USA und Europa nicht. In den USA wird primär mit Aktien gespart, in Europa überwiegen renditearme Bankparläsungen. Wenn die Aktienmärkte steigen (der breite US S&P 500 Index mit rund +20% im laufenden Jahr), tritt ein erheblicher Vermögenseffekt ein. Wer zu Beginn des Jahres 200'000 Dollar zur Seite gelegt hat, liegt nun bei 240'000 Dollar – ohne Sparen.

In Europa wird vor allem das Banksparen gepflegt. Allein in Deutschland werden 2'200 Milliarden Euro in Sichteinlagen oder Bargeld

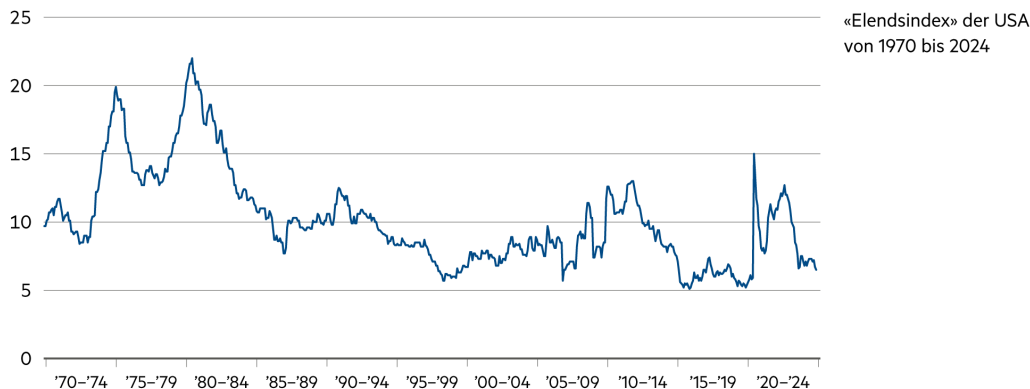
geparkt: Nur ein Bruchteil davon ist in Aktien investiert. Das hat verheerende Langzeifolgen, auch dieses Jahr: Wer 200'000 Euro hatte, kommt je nach Kontolösung auf 204'000 bis 208'000 Euro. Nicht mal der Kaufkraftverlust durch die Inflation ist damit ausgeglichen. Um das individuelle Sparziel zu erreichen, muss bei dieser Anlagelösung wesentlich mehr zur Seite gelegt werden. Nur so kann der Rückstand zum typischen US-Haushalt verringert werden. Die Konsumneigung ist deshalb tiefer, was die Unternehmen hierzulande kaum zu einem erhöhten Investitionsverhalten anregt. Dagegen ist der robuste Konsum der wesentliche Wachstumstreiber der gesamten US-Volkswirtschaft, weil er die Unternehmen zum Investieren bringt.

Hinzu kommt, dass die USA mit 350 Millionen Einwohnern zwar über ein geringeres Absatzpotenzial verfügt als Europa mit knapp 600 Millionen Einwohnern (ohne Russland). Aber der Markt ist von der Ost- bis zur Westküste ziemlich homogen. Dagegen ist Europas Wirtschaft zersplittert in zahlreiche Länder mit unterschiedlichen Regulierungen, Sprachen, Kulturen und Handels- und Wirtschaftsbündnissen. Aus dieser Vielfalt entsteht jedoch auch eine reiche Innovationskultur. Von der geoökonomischen Fragmentierung kann Europa durchaus profitieren, denn das Reshoring von Produktionsstätten in günstige ostmitteleuropäische Staaten oder in hochwertige, westeuropäische 7x24 Stunden-Fabriken bewährt sich schon vielerorts. In Europa haben so viele Menschen wie noch nie Arbeit. Immerhin zeugt das von einem guten Mass an Resilienz.

| Anlageklasse | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung |
|-------------------------------|------------|--------------|---|
| Bankkonto | ↘ | ↘ | Die Festgeldverzinsung nimmt stark ab und tendiert gegen 0.5%. Das ist bei einer Inflation von 0.6% weniger als ein Teuerungsausgleich. |
| Euro / Schweizer Franken | → | → | Die EZB dürfte die Leitzinsen an ihren nächsten Sitzungen (12. Dezember, 30. Januar und 6. März) weiter senken: je um 0.25%. |
| US-Dollar / Schweizer Franken | ↘ | ↘ | Der Dollar per Ende Oktober 2024 wird zu einem Terminkurs von 80 Rappen gehandelt, d. h. trotz hohen Zinsen besteht ein erhebliches Abwertungsrisiko. |
| Euro / US-Dollar | →↗ | →↗ | Der Wechselkurs liegt mit 1.09 anfangs November wieder mitten in der Bandbreite der vergangenen 12 Monate. Ein klarer Trend ist nicht auszumachen. |

Anleihen

Der Misery-Index ist stark gefallen



Der «Elendsindex» in den USA liegt auf tiefem Niveau (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der viel beachtete Misery Index, der die Arbeitslosigkeit und die Inflation addiert und damit das wirtschaftliche «Elend» misst, ist in den USA auf den tiefen Wert von 6.5% gefallen. Seit 1970 war er nur gerade ein paar Monate in der vorpandemischen Phase noch tiefer. Auch in Europa liegt der Indexwert sehr tief. Das bedeutet, dass auf den Anleihemärkten durchaus wieder höhere Renditen zur Normalität werden könnten. Die Rückkehr zu Negativzinsen kann man vorderhand ausschliessen.

Nach einem Tief Mitte September ist die Rendite zweijähriger US-Staatsanleihen um fast 50 Basispunkte gestiegen. Die Renditen fünf- und zehnjähriger Anleihen sind beide um rund 60 Basispunkte auf 4.2% bzw. 4.4% gestiegen. Entsprechend sind die Anleihenskurse gesunken, insbesondere die langfristigen.

Der Weltanleiheindex, der stark von US-Staatsanleihen geprägt ist, kommt nicht vom Fleck. Im bisherigen Jahresverlauf liegt die Rendite (-0.7%) im negativen Bereich. Doch auch der Blick auf die vergangenen drei Jahre wirkt bei einem Gesamtertrag von -12.0% nicht erhellend. Seit dem Absturz im Jahr 2022 (-13.7%) haben sich zwar stattliche Zinszahlungen ergeben, doch die Absicherungskosten absorbierten den Grossteil davon. Eine Dollarposition aus Schweizer Sicht abzusichern, kostet derzeit etwas mehr als 4.0%.

Wir glauben dennoch, dass insbesondere in konservativ strukturierten Portfolios ein erheblicher Bestandteil von Dollarpositionen vorhanden sein muss. Deren Kursverlauf ist wie eine Absicherung, von der man in rezessiven Wirtschaftsphasen wird profitieren können. Zudem ist die Liquidität herausragend. Momentan sind die

wirtschaftlichen Aussichten allerdings gut, sodass derzeit wohl kein guter Einstiegszeitpunkt ist, um langfristige US-Staatsanleihen hinzuzukaufen.

Tatsächlich könnte es sein, dass aufgrund der kostspieligen Umsetzung von Wahlversprechen das staatliche Haushaltsdefizit nochmals rasant steigen wird und dies erst der Anfang eines überraschend anhaltenden Anstiegs der Renditen einläuten könnte.

Die Anleiherenditen sind zuletzt auch deshalb gestiegen, weil nach einem schwachen August-Beginn im September und Oktober eine Reihe von US-Veröffentlichungen für positive Überraschungen sorgten, darunter die positiven makroökonomischen Berichte über die Lohn- und Gehaltsentwicklungen sowie Einzelhandelsdaten.

Die Einkaufsmanagerindizes der USA, die Verkäufe neuer Häuser und die Arbeitslosenangebote der letzten Woche haben diesen Trend weiter verstärkt. Das Modell der Atlanta Fed für eine Echtzeit-Beobachtung des Bruttoinlandprodukts (BIP) deutet darauf hin, dass das Wachstum der USA weiterhin zwischen 2.3% und 3.3% liegt.

Unterdessen schüren das steigende Risiko im Nahen Osten und die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine nach dem bevorstehenden Wechsel im Weissen Haus die Sorge um Inflation und fiskalische Nachhaltigkeit. Wir können uns nur schwer vorstellen, dass die Fed im nächsten Jahr angesichts eines BIP-Wachstums von mehr als 2.5% und einer hartnäckigen Dienstleistungsinflation automatisch eine Zinssenkung nach der anderen vornehmen und damit die Zinslandschaft weltweit erleichtern wird.

| Sub-Anlageklasse | 3-6 Monate | 12-24 Monate | Einschätzung |
|-----------------------------|------------|--------------|--|
| Staatsanleihen | → | → | Die US-Staatsanleihen sind für USD-Investoren attraktiv. Nach den Kosten für Währungsabsicherung bleibt für den CHF Investor allerdings nichts mehr übrig. |
| Unternehmensanleihen | ↗ | ↗ | Die Kreditrisikoprämien für Unternehmensanleihen sind tief, sorgen aber immerhin für ein Zusatzinkommen gegenüber Staatsanleihen. |
| Hochzins-, Hybride Anleihen | ↗ | ↗ | In diesem Bereich suchen wir nach robusten Schuldnern mit soliden Geschäftsmodellen und erzielen mehrjährige Renditen von 3% und mehr (in CHF). |

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Solider Beitrag durch unsere Anleihenslösungen



Rieter Textilmaschinen (Bildquelle: Rieter Fixed Income Investor Call, Okt. 2024)

Die Anleihen befinden sich im laufenden Jahr weiterhin auf einem Erholungspfad. Am stärksten legte der auf Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund (COF) zu. Mit seiner Rendite (+6.6% in Franken) zählt er zu den besten Anleihenslösungen in Europa. Der konservativ ausgerichtete Zugerberg Income Fund (ZIF) hätte vor allem bei einer allfälligen Rezession performt. Mit seiner Gesamtrendite übertrifft er immerhin den Weltanleiheindex (-0.7% seit Jahresbeginn) auch nach zehn Monaten deutlich (+0.7%).

Der COF zeichnet sich durch geringe Zinsrisiken aus. Deshalb sind seine Schwankungen gering im Vergleich zu Anleihenslösungen, die sich stark an den Staatsanleihen und deren Einschätzungen orientieren. Wenn man die Schwankungen von einem Wertpapier als Risiko bezeichnen will, ist klar, dass eine langfristige Anleihe – selbst bei hoher Bonität – mit einem erheblichen Schwankungsrisiko verbunden ist (vgl. auch Monatsbericht Oktober 2024).

Das sind die Anleihen im COF weniger. Es handelt sich eher um kürzerfristige Anleihen. Der Hauptertrag wird mit Risikoprämien verdient. So nennt man den Aufschlag gegenüber einer Staatsanleihe. Die 3%-Anleihe des Schweizer Baukonzerns Implenia haben wir im Frühjahr 2024 und einer Laufzeit von vier Jahren mit deutlich über 200 Basispunkten über der vergleichbaren Eidgenossen-Anleihe erworben. Inzwischen ist die Anleihe von 100% auf über 103% gestiegen und die Risikoprämie auf 180 Basispunkte gesunken. Das

ergibt noch eine Rendite in der Restlaufzeit von 2.0%.

Die Schwankungen dieser Anleihe sind wesentlich tiefer als jene der zehnjährigen Benchmark-Anleihe der Eidgenossenschaft und die Gesamtrendite ist höher. Genauso will sich der COF auch in Zukunft positionieren. Denn mit der erwähnten Staatsanleihe lässt sich gerade noch eine jährliche Rendite von 0.3% über die kommenden zehn Jahre erzielen. Im COF dagegen liegt die Renditeerwartung auch in dieser Höhe, aber monatlich. Dabei sind auch konjunkturell anspruchsvollere Zeiten miteingerechnet.

Wird eine Anleihe zu teuer, wird sie vor dem Verfalltermin verkauft. So hatten wir im Januar 2024 eine in rund vier Jahren fällige Anleihe der Maschinenbaugruppe Bobst in Lausanne zu 100% erworben. Diese handelte zuletzt auf dem Niveau von 103.50, was in der Restlaufzeit etwas weniger als 1.7% abwirft. Das war uns zu wenig, und der Verkaufserlös wurde in der Folge in weitere, neue Anleihen mit deutlich besseren Gesamtrenditeaussichten (z. B. Textilmaschinenhersteller Rieter) investiert.

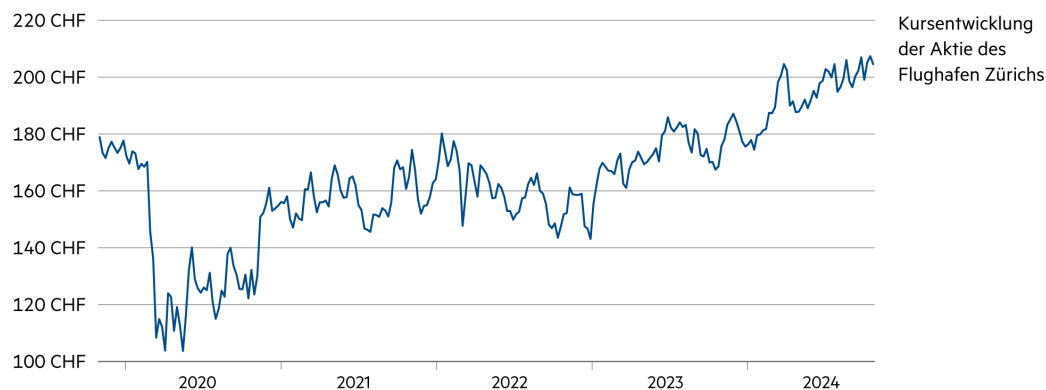
Aufgrund der soliden konjunkturellen Entwicklung war das allgemeine Kreditumfeld zuletzt unterstützend. Die Risikoprämien haben sich im vergangenen Monat trotz der Volatilität bei Staatsanleihen verengt. Sie liegen Ende Oktober 2024 niedriger als am Vorabend der Wahl 2016. Doch der Ausgang wird die guten unternehmerischen Aussichten nicht fundamental trüben.

| | Zugerberg Income Fund | Credit Opportunities Fund |
|---|-----------------------|---------------------------|
| Rendite 2024 (seit Jahresbeginn) | +0.7% | +6.6% |
| Rendite seit Beginn (annualisiert) | -7.8% (-1.3%) | +33.4% (+2.4%) |
| Anteil positiver Renditemonate | 54% | 67% |
| Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat) | 96 BP (-11 BP) | 413 BP (-6 BP) |
| Durchschnittliches Rating (aktuell) | A | BB |

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

Immobilien, Infrastruktur

Mit dem Flughafen geht es aufwärts



Flughafen Zürich: Der Kursverlauf in den letzten 5 Jahren, 11/2019 bis 10/2024 (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Über die vergangenen fünf Jahre hatten wir in den Portfolios immer einen gewissen Anteil an Infrastrukturaaktien. Diese zeichnen sich typischerweise durch verhältnismässig geringe Schwankungen und hohe Wertbeständigkeit aus. Trotz des kolossalen Schadens, den die Pandemie dem Flugbetrieb zugefügt hatte, zahlte sich die Treue aus. Der Aktienkurs liegt inzwischen 16% höher und mit der Dividende resultierte eine Gesamtertragsrendite von 19%.

Gerne wird übersehen, wie die Ausgangslage im Jahr 2019 aussah. Die Zinsen lagen auf tiefem Niveau. Wir beschäftigten uns damit, die Portfolios über die schwankungsanfälligen Aktien hinaus mit weiteren, eher defensiven Anlageklassen zu diversifizieren. Dabei erhofften wir uns weniger Schwankungen als bei Aktien, aber dennoch eine ansehnliche Rendite.

Bei dieser Suche stösst man unweigerlich auf Immobilien- und Infrastruktur-Themen. Während Immobilienwerte durch ihre starke Zinsabhängigkeit ähnliche Schwankungen wie Anleihen mit langer Restlaufzeit aufweisen, verfügen Infrastrukturwerte über einen anderen Charakter. Der Kern des Infrastruktur-Geschäfts liegt in einem Konzessionsbetrieb. Wer beispielsweise über eine Konzession verfügt, einen Flughafen zu betreiben, verfügt über die langjährige Lizenz zu einem potenziell ertragreichen Geschäft in einem geordneten Rahmen. Die Flugbetriebsgebühren werden von einem Regulator überwacht und damit die Eigenkapitalrendite begrenzt. Allerdings lassen sich Investitionen in die Gebühren einrechnen: Durch die moderne Erneuerung der Gepäcksortier- und Gepäckförderanlagen

lassen sich die Nutzungsentgelte erhöhen. Zudem steht es dem Konzessionär frei, das vorhandene Areal effizient zu bewirtschaften. Deswegen muss man bei der Ergebnisentwicklung stets zwischen den Erträgen in der Aviation und in der Nicht-Aviation unterscheiden.

Die Flughafen Zürich AG macht dies beispielhaft. Sie ist mit weit über hundert Immobilien auf dem Flughafengelände und darüber hinaus (z. B. Balsberg, Circle) auch eine Immobiliengesellschaft. Ihr Portfolio ist jedoch weniger zinssensitiv, und zudem mit besseren langfristigen Aussichten (Wertsteigerungspotenzial) verbunden. Im wirtschaftsstarken Raum Zürich-Nord verfügt der Flughafen über zahlreiche Immobilien mit Entwicklungspotenzial.

Aber die Pandemie machte einen dicken Strich durch die Rechnung. Die Dividenden fielen im Frühjahr 2020, 2021 und auch 2022 aus. Die Erholung des Flugverkehrs ermöglichte 2023 die Wiederaufnahme einer Ausschüttung. Im Frühjahr 2025 dürfte die Dividende mehr als 4 Franken betragen und das Dividendenwachstum dürfte sich in den kommenden Jahren beschleunigen.

Die Passagierzahlen entwickeln sich allmählich über das Niveau von 2019 hinaus, und die Passagiere geben deutlich mehr Geld aus für Konsumation. Der Bruttogewinn wird in den kommenden zwei Jahren bei mutmasslich 33 Millionen Passagieren und 4% mehr Flugbewegungen auf ein neues Rekordniveau gehievt. Diesen Gewinn braucht es auch, um die anstehenden Investitionen und die damit verbundenen Abschreibungen zu verkraften.

| Sub-Anlageklasse | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung |
|----------------------------------|------------|--------------|--|
| Wohnliegenschaften CH | ↗ | ↗ | Der Hebeleffekt greift erneut: Fremdkapital war in der Vergangenheit in Perioden mit sinkenden Zinsen und steigenden Mieten der wichtigste Renditetreiber. |
| Büro-, Verkaufsliegenschaften CH | ↗ | ↔↗ | Bei Marktzinsen von bald 1.5% für längerfristige Hypothekarkreditdarlehen lohnen sich auch Engagement in gute Geschäftsimmobilien-Portfolios. |
| Immobilienfonds CH | → | ↗ | Indirekte Immobilienanlagen-Indizes (SWIIT und CHREF) legten im bisherigen Jahresverlauf deutlich mehr zu als der SMI (+12.4% respektive +12.5%). |
| Infrastrukturaktien/-fonds | ↗ | ↗ | Die Aussichten für Infrastrukturbetreiber bleiben 2025 intakt: weil sich deren Fremdkapitalkosten reduzieren, darf mit höheren Gewinnen gerechnet werden. |

Aktien

Solider Ausblick



(Bildquelle: stock.adobe.com)

Im November und Dezember entwickeln sich die Aktienmärkte aus diversen saisonalen Überlegungen typischerweise gut. Kommt hinzu, dass Aktien in Leitzins-Senkungsphasen überdurchschnittlich performen, wenn diese nicht durch eine tiefe Rezession induziert ist. Die Aussichten für Aktien bleiben auch deshalb gut, weil der Unsicherheitsfaktor durch die US-Wahlen wegfällt und weil die Gewinnsschätzungen für das kommende Jahr zunehmen. Und nicht zuletzt, weil die Aktien-Risikoprämien gerade in der Schweiz attraktiv geworden sind.

Die Berichtssaison hatte in der letzten Oktober-Woche ihren Höhepunkt. Bei gewissen Technologiewerten wurden die Erwartungen übertroffen, bei anderen nicht. Bei Alphabet (Google) führten die Investitionen in Künstliche Intelligenz zu einem Anstieg der Cloudumsätze um 35% und die YouTube-Werbeinnahmen stiegen aufgrund der US-Wahlkampf-Ausgaben im dritten Quartal deutlich. Der Gesamtumsatz erreichte 88.3 Milliarden USD (+15%). Apples KI-unterstützte iPhone 16-Serie trieb den Umsatz im vierten Quartal auf 94.9 Milliarden USD. Amazon übertraf die Gewinn- und Umsatzerwartungen für das dritte Quartal, angetrieben durch einen Anstieg der AWS-Cloudumsätze um 19%.

Letztlich bewegten sich die Aktien der grossen Tech-Unternehmen seit Quartalsbeginn bis anfangs November relativ unspektakulär: Amazon praktisch unverändert, Nvidia (+11%) und Alphabet (+3%) etwas höher und Microsoft (-6%) sowie Apple (-3%) je etwas tiefer. In Europa reihten sich SAP und Deutsche Telekom (je +5%) sowie

Holcim (+3%) bei den klaren Gewinner ein.

Heftiger waren die Ausschläge im industriellen Bereich. Bei Sika (-14% seit Quartalsbeginn) wurden zwar die jüngsten Gewinnsschätzungen nach oben geschraubt, doch der Kurs entwickelte sich in die entgegengesetzte Richtung. Wie Givaudan (-12%), Kühne+Nagel (-7%) und Partners Group (-6%) zählt die Bau-Chemiefirma zu den Verlierern in Phasen von global steigenden Renditen und zu den Gewinnern, wenn es in die umgekehrte Richtung geht.

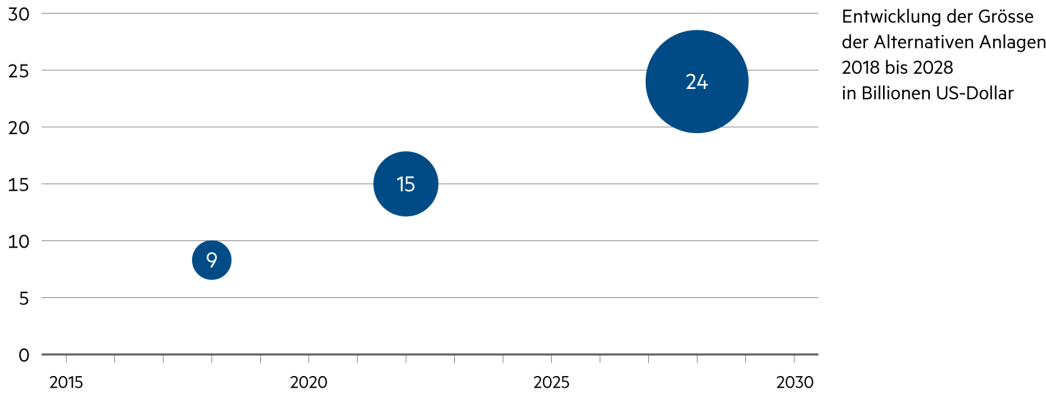
Positiv waren die ökonomischen Nachrichten aus Europa. Von den Stoxx 600 Unternehmen, die bisher berichtet haben, übertrafen 60% die Gewinnsschätzungen. Die deutsche Volkswirtschaft wuchs im dritten Quartal annualisiert (+0.8%) zwar nicht so stark wie die gesamte Eurozone (+1.2%), doch die deutschen Einzelhandelsumsätze stiegen im September (+1.2%) überraschend.

Die Stimmung in den Chefetagen der Unternehmen hellte sich im Oktober überraschend deutlich auf. Der Geschäftsklimaindex stieg auf 86.5 Zähler (+1.1 Punkte vs. Vormonat), wie das Münchner Ifo Institut basierend auf seiner Umfrage unter rund 9'000 Führungskräften mitteilte. Auch die Konsumentenstimmung nahm zuletzt in zwei aufeinanderfolgenden Monaten wieder zu. Die Verbraucher fühlen sich in Bezug auf ihre persönlichen Umstände offensichtlich wieder besser als in Bezug auf nationale Angelegenheiten. Die Arbeitslosigkeit in der EU verharrte mit 5.9% auf rekordtiefem Niveau.

| Sub-Anlageklasse | 3-6 Monate | 12-24 Monate | Einschätzung |
|-------------------------|------------|--------------|--|
| Aktien Schweiz | ↗ | ↗ | Beim Rücksetzer Ende Oktober nach mehreren positiven Monaten gilt es, keine falschen Schlüsse daraus zu ziehen. Die Aussichten bleiben attraktiv. |
| Aktien Eurozone, Europa | ↗ | ↗ | Die europäische Wirtschaft befindet sich in einer Erholungsphase. Aber wichtiger bleibt unsere disziplinierte Selektion der einzelnen Unternehmen. |
| Aktien USA | ↗ | ↗ | Längst nicht alle Technologieaktien sind teuer bewertet. Betrachtet man die Gewinnentwicklung vergangener Jahre, erscheinen manche sogar günstig. |
| Aktien Schwellenländer | ↗↘ | ↗ | In Indien als führende G20-Wachstumsnation entwickelt sich das nominelle Sozialprodukt in rasantem Tempo weiter, wovon Aktien profitieren werden. |

Alternative Anlagen

Mit alternativen Anlagen mögliche Turbulenzen meistern



Entwicklung der Grösse der Alternativen Anlagen 2018 bis 2028 (Quelle: Preqin Data Base, September 2024 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Es wird erwartet, dass die Branche für alternative Anlagen bis 2028 auf ein Vermögen von mehr als 24 Billionen Dollar anwächst gegenüber 15 Billionen Dollar im Jahr 2022. Diese Schlagzeilen klingen zwar in absoluten Zahlen übertrieben, aber der aktuelle Markt für alternative Anlagen macht tatsächlich immer noch nur 2.4% des gesamten globalen Finanzvermögens aus. Dabei werden immer mehr vorteilhafte Attribute sichtbar, um mögliche Turbulenzen an den Kapitalmärkten gut zu meistern.

Wichtig ist, dass sich die Branche stark weiterentwickelt hat. Es ist im Bereich der alternativen Anlagen unsere Ansicht, dass jede Anlageklasse ein paar einzigartige Merkmale in Bezug auf erwartete Rendite, Risiko, Ertrag, Liquidität und Kapitalanforderungen aufweist. Das erfordert eine genauere Betrachtung, um die verschiedenen Vorteile, die jede Anlageklasse für ein Portfolio bringen kann, besser zu verstehen.

Wenn eine Bank einen Kredit vergibt, muss sie dieses Geschäft mit Eigenkapital unterlegen. Wenn ein Privatmarktanbieter aus seinem «Private Debt Fund» einen Kredit vergibt, braucht es dies nicht. Zudem trägt der Fund zur Finanzmarktstabilität bei. Der Investor platziert sein Kapital fix für viele Jahre ins entsprechende Gefäss des Privatmarktmanagers. Dieser kriegt erst eine Belohnung («Performance Fee»), wenn sämtliche Gelder zurückbezahlt und eine von vornherein vereinbarte minimale Hürde (z. B. 5% jährlich) übertroffen wurde. Das Kompensationsregime einer typischen Bank ist vergleichsweise kurzfristig ausgelegt und sorgt auch für mehr Instabilität, weil in einer Krise der Kredit gekündigt werden kann. Schon

Mark Twain (1835 – 1910) hielt fest: «Ein Banker ist ein Bursche, der dir seinen Regenschirm leiht, wenn die Sonne scheint, ihn aber zurückhaben will, sobald es anfängt zu regnen.»

Bankbilanzen sind anfällig auf Vertrauenskrisen, weil Kundengelder rasch abwandern können. Bestes Beispiel dafür war die Silicon Valley Bank, die über 175 Milliarden Dollar Kundeneinlagen verfügte. Als im Frühjahr 2023 Gerüchte über deren schlechte Bilanzqualität aufkamen, gab es innert 48 Stunden Zahlungsaufträge von über 140 Milliarden Dollar. Die Bank wäre illiquid geworden, wäre sie nicht durch die US-Einlagesicherung FDIC übernommen worden.

Dagegen sind Privatmarktanbieter Langfrist-Investoren, die nicht mit kurzfristigen Kundeneinlagen wirtschaften und die auch in Krisen Kredite vergeben können. Unternehmen, die sich in Portfolios von Privatmarktanbietern befinden, gehen weniger häufig Konkurs als ihre bankkreditfinanzierte Vergleichsgruppe. Wohl auch deshalb verlangen Finanzmarktregulatoren ökonomische Stress-test-Szenarien von Banken respektive deren Liquidität und Eigenmittelausstattung, weil diese potenziell viel krisenanfälliger sind als Privatmarktgefässe.

Einige der Privatmarkt-Subanlageklassen dienen eher dem Zweck des Wachstums und der Kapitalwertsteigerung, während andere vor Inflation schützen und/oder stabile Erträge bieten. Darüber hinaus ist das Spektrum der Merkmale breit und wird noch breiter, da die innovative Branche neue Wege findet, um ihren Endnutzern einen Mehrwert (z. B. ein erhöhtes Sicherheitsgefühl) zu bieten.

| Sub-Anlageklasse | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung |
|-----------------------------|------------|--------------|--|
| Rohstoffe | → | →↑ | Der globale Rohstoffindex (Bloomberg Commodity Index, in Dollar) liegt im Jahr 2024 per Ende Oktober bei -0.6% und seit drei Jahren in der Minuszone (-5.1%). |
| Gold, Edelmetalle | ↑ | →↑ | Der Silberpreis hat sich stärker entwickelt als der Goldpreis, weil es industrielle Nachfrage nach Silber gibt (insbesondere in der Solarindustrie). |
| Insurance Linked Securities | →↑ | ↑ | Die Verbriefung von Versicherungen ist zwar weitgehend von der Volatilität auf den Kapitalmärkten abgekoppelt, aber die Selektion erfordert Spezialkenntnisse. |
| Private Equity | ↑ | ↑ | Bei den guten Privatmarktmanagern zweifeln wir nicht daran, dass sie vom säkularen Aufschwung in der Branche bis 2030 profitieren werden können. |

Marktdaten

| Anlageklasse | | Kurs (in Lokalwährung) | | | Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF) | | |
|--|-----|-------------------------|---------|----------|---|--------|--------|
| | | 31.10.2024 | 10/2024 | 2024 YTD | 2023 | 2022 | 2021 |
| Aktien | | | | | | | |
| SMI | CHF | 11'792.9 | -3.1% | +5.9% | +3.8% | -16.7% | +20.3% |
| SPI | CHF | 15'711.6 | -3.3% | +7.8% | +6.1% | -16.5% | +23.4% |
| DAX | EUR | 19'077.5 | -1.4% | +15.3% | +13.1% | -16.3% | +10.4% |
| CAC 40 | EUR | 7'350.4 | -3.9% | -1.4% | +9.6% | -13.9% | +23.6% |
| FTSE MIB | EUR | 34'281.2 | +0.3% | +14.3% | +20.4% | -17.3% | +17.3% |
| FTSE 100 | GBP | 8'110.1 | -3.2% | +9.0% | -0.3% | -8.8% | +16.7% |
| EuroStoxx50 | EUR | 4'827.6 | -3.6% | +8.1% | +12.1% | -16.0% | +16.0% |
| Dow Jones | USD | 41'763.5 | +1.1% | +14.3% | +3.5% | -7.7% | +22.2% |
| S&P 500 | USD | 5'705.5 | +1.4% | +23.3% | +13.1% | -18.5% | +30.6% |
| Nasdaq Composite | USD | 18'095.2 | +1.9% | +24.3% | +30.6% | -32.3% | +25.0% |
| Nikkei 225 | JPY | 39'081.3 | -0.7% | +11.5% | +8.6% | -19.7% | -2.6% |
| Sensex | INR | 79'389.1 | -3.9% | +12.1% | +7.4% | -4.8% | +23.2% |
| MSCI World | USD | 3'647.1 | +0.4% | +18.7% | +10.8% | -18.5% | +23.7% |
| MSCI EM | USD | 1'119.5 | -2.0% | +12.8% | -2.6% | -21.5% | -1.8% |
| Obligationen (gemischt) | | | | | | | |
| Glob Dev Sov (Hedged CHF) | CHF | 153.7 | -1.6% | -1.1% | +2.2% | -13.2% | -3.0% |
| Glob IG Corp (Hedged CHF) | CHF | 184.2 | -2.0% | -0.1% | +4.2% | -16.7% | -2.0% |
| Glob HY Corp (Hedged CHF) | CHF | 358.8 | -0.5% | +5.7% | +8.7% | -13.6% | +1.4% |
| USD EM Corp (Hedged CHF) | CHF | 273.7 | -1.6% | +3.1% | +4.5% | -18.2% | -2.7% |
| Staatsobligationen | | | | | | | |
| SBI Dom Gov | CHF | 185.2 | 0.0% | +3.2% | +12.5% | -17.0% | -4.2% |
| US Treasury (Hedged CHF) | CHF | 138.5 | -2.8% | -2.3% | -0.5% | -15.0% | -3.5% |
| Eurozone Sov (Hedged CHF) | CHF | 179.5 | -1.2% | -1.2% | +4.8% | -18.9% | -3.7% |
| Unternehmensobligationen | | | | | | | |
| CHF IG Corp (AAA-BBB) | CHF | 188.9 | +0.4% | +3.9% | +5.7% | -7.5% | -0.5% |
| USD IG Corp (Hedged CHF) | CHF | 186.7 | -2.9% | -1.0% | +3.5% | -18.5% | -2.3% |
| USD HY Corp (Hedged CHF) | CHF | 608.0 | -0.9% | +3.7% | +8.5% | -13.7% | +4.1% |
| EUR IG Corp (Hedged CHF) | CHF | 166.7 | -0.5% | +1.3% | +5.9% | -14.1% | -1.2% |
| EUR HY Corp (Hedged CHF) | CHF | 300.4 | +0.4% | +4.6% | +9.8% | -10.9% | +3.2% |
| Alternative Anlagen | | | | | | | |
| Gold Spot CHF/kg | CHF | 76'229.8 | +6.4% | +35.4% | +0.8% | +1.0% | -0.6% |
| Commodity Index | USD | 98.1 | +0.2% | +2.5% | -20.4% | +15.1% | +30.8% |
| SXI SwissRealEstateFunds TR | CHF | 2'631.7 | +2.5% | +12.5% | +5.4% | -17.3% | +7.6% |
| Währungen | | | | | | | |
| US-Dollar / Schweizer Franken | CHF | 0.8641 | +2.2% | +2.7% | -9.0% | +1.3% | +3.1% |
| Euro / Schweizer Franken | CHF | 0.9403 | -0.1% | +1.2% | -6.1% | -4.6% | -4.0% |
| 100 Japanische Yen / Schweizer Franken | CHF | 0.5678 | -3.5% | -4.8% | -15.4% | -11.0% | -7.5% |
| Britisches Pfund / Schweizer Franken | CHF | 1.1139 | -1.5% | +3.9% | -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 31.10.2024; Wirtschaftsdaten per 31.10.2024; Wirtschaftsprognosen vom 31.10.2024; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.