

Linde bei Lüthärtigen, Menzingen im Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Der Innovationszyklus nimmt Fahrt auf

Anfangs Dezember wirft man nicht nur den Blick zurück auf das bald zu Ende gehende Jahr, sondern zugleich in die Zukunft. Diese dürfte vielversprechend sein, denn wir befinden uns am Anfang eines technologischen Zyklus, wie es sich nur alle paar Jahrzehnte zuträgt. Dies ist ökonomisch betrachtet ein Superzyklus der Innovation, der nicht nur in den USA stattfindet, sondern auch bei uns. Nicht umsonst stützen sich Top-Unternehmen wie Nvidia, Google, Disney und Microsoft in der Schweiz auf eigene Forschungsstätten, die sie im Umfeld der Universitäten und ETH Zürich und Lausanne aufgebaut haben.

Interessant ist auch, dass beispielsweise ehemalige Google (Zürich) Angestellte bereits mehr als zwei Dutzend Startups gegründet haben. Andere wiederum gründen ihre Firma gewissermassen noch in den Laborräumlichkeiten der Hochschulen. Die ETH Zürich ist weltweit führend in der Robotik-Forschung unter dem Lead von Professoren wie Roland Siegwart und Raffaello D'Andrea sowie

herausragend in der Gründung von Robotik Startups wie z. B. ANYbotics. Der ABB-Konzern hat im Januar 2024 den ETH Startup Sevensense übernommen, der mit Künstlicher Intelligenz den Robotern zu höherer Präzision und mehr Autonomie verhilft.

Mobile Roboter wälzen derzeit ganze Branchen mit ihren Produktions- und Logistikfähigkeiten um. Zahlreiche Schweizer Unternehmen, aber auch Perlen wie SAP, Siemens und Schneider Electric profitieren von Europas wissenschaftlichem Talent. Auch die europäische Pharmabranche lebt von der Zusammenarbeit zwischen öffentlichen Forschungseinrichtungen und Privatunternehmen (die sogar US-Riesen wie Eli Lilly nutzen), wodurch ein fruchtbares Umfeld für Innovationen geschaffen wird. Und das lässt uns mittels disziplinierter Selektion auf gute Aktienjahre in der Zukunft hoffen. Denn Innovationen sind das beste Mittel, um die Marktstellung und Preissetzungsmacht eines Unternehmens ausbauen und um die Gewinnmargen verbessern zu können.

Im November ging es aufwärts

Die US-Märkte starteten im November mit einer positiven Reaktion auf die Wahl von Donald Trump. Der S&P 500 (+6%) verzeichnete den grössten Monatsgewinn des Jahres 2024. Der Swiss Market Index (SMI: -0.2%) veränderte sich dagegen kaum. Trotz der Unsicherheit über mögliche Zölle, die zukünftige Entwicklung der Inflation und die allfälligen Zinssenkungsschritte der Fed schloss der Angstbarometer VIX mit 13.5 auf dem niedrigsten Stand seit Juli.

Nach dem schlechten Oktober ging es im November in vielen Risikoklassen deutlich aufwärts. In der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. R1 mit einem hohen Anleiheanteil bei +2.3%, Freizügigkeits-R1 bei +2.9%) liegt die Rendite seit Jahresbeginn deutlich im Plus. Sämtliche Anleihenslösungen trugen zur Monatsperformance bei, wobei

der Zugerberg Income Fund (+1.1% Performance) eine für Anleihen starke Monatsrendite erzielte.

In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. R3 mit +10.1% seit Jahresbeginn) wird die Gesamtrendite vom guten Verlauf aller Anlageklassen geprägt.

Die dynamischste Risikoklasse 5 (z. B. Revo5 mit +1.9% im November auf +13.1% seit Jahresbeginn) hob sich stärker ab von der Performance der Dividendenlösungen (z. B. RevoDividenden mit +1.2% im November auf +9.1% seit Jahresbeginn). Einer der Hauptfaktoren für diesen Unterschied waren die Nestlé-Aktien, welche in der Dividendenlösung deutlich stärker gewichtet sind und im November (-6%) deutliche Einbussen erlitten.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	November 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz R1	+0.6%	+2.3%
Zugerberg Finanz R2	+0.8%	+6.2%
Zugerberg Finanz R3	+1.2%	+10.1%
Zugerberg Finanz R4	+1.3%	+11.4%
Zugerberg Finanz R5	+1.7%	+12.3%
Zugerberg Finanz RDividenden	+1.1%	+8.5%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.8%	+2.2%
Zugerberg Finanz Revo2	+1.1%	+6.2%
Zugerberg Finanz Revo3	+1.4%	+9.1%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.6%	+11.4%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.9%	+13.1%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+1.2%	+9.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.5%	+1.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+1.8%	+0.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+1.9%	-0.5%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	November 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.7%	+1.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.6%	+2.9%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.7%	+5.2%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.9%	+8.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.9%	+8.3%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	November 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.8%	+2.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.1%	+6.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.4%	+9.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.6%	+11.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.9%	+13.1%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+1.2%	+9.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.5%	+1.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+1.8%	+0.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+1.9%	-0.5%

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

Makroökonomie

2025 nach der Landung



(Bildquelle: stock.adobe.com)

Die Inflation stieg 2022 steil an, erreichte vielerorts Spitzenwerte im Januar 2023 und fiel bis Ende November 2024 wieder stark. Die Landung im Zielbereich ist mancherorts schon erreicht (z. B. in der Schweiz und in der Eurozone), andernorts befindet sich die Inflation im Sinkflug. Das ermöglicht eine deutliche geldpolitische Lockerung und bringt das globale Wachstum im Jahr 2025 wohl wieder auf eine Wachstumsrate von rund 3% – ohne Rezession.

In den USA verzeichnen wir weiterhin ein robustes Wachstum dank starkem Konsum und fortgesetzten Produktivitätszunahmen. Derzeit wächst die Volkswirtschaft über ihrem Wachstumstrend, was den fortgesetzten Inflationsrückgang erschwert. Inzwischen zeichnet sich ein Wachstum nahe der Potenzialrate ab. Das entspricht einer leichten Abschwächung gegenüber der letzten Echtzeit-Prognose (+3.2% BIP Wachstum). Das Wachstum ist derart stark, dass die Geldpolitik in den USA nach wie vor restriktiv wirken muss und durch die hohen Leitzinsen für einen Abwärtsdruck beim BIP-Wachstum sorgen soll.

Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik wäre vorhanden, falls sich allfällige Anzeichen einer Wachstums- und Beschäftigungs-Verlangsamung im ersten Halbjahr 2025 unter Donald Trump verdichten würden. Allerdings sollte nicht vergessen werden, dass die US-Fiskalpolitik angesichts der aktuellen Entwicklung des Konjunkturzyklus (unzeitgemäss) äusserst expansiv ist. Das Haushaltsdefizit dürfte sich auf rund 6% des BIP belaufen und unter dem neuen Präsidenten eher noch erhöhen. Unter seiner Führung wurden in vier Jahren rund 4'000 Milliarden Dollar neue Staatsschulden generiert. Derzeit rechnet man eher mit einem Zuwachs von 6'000 Milliarden

Dollar für die Jahre 2025 bis 2028.

Ein derartiges Ausgabenprogramm müsste dafür sorgen, dass die USA ein höheres Wachstum als andere entwickelte Volkswirtschaften erzielen werden, doch höhere Importzölle und geringere Einwanderung dürften das Produktivitäts- und Wirtschaftswachstum verringern. Die Geschäftsdynamik in Europa scheint erst punktuell zu greifen. Für einen breitflächigen Aufschwung sind strukturelle Herausforderungen (ungünstige demografische Veränderungen, anhaltende national geprägte Wirtschaftsrahmenbedingungen) zu bewältigen, was jedoch mindestens ein Jahrzehnt dauern wird, ehe man daraus mit spürbaren Wirkungen rechnen kann.

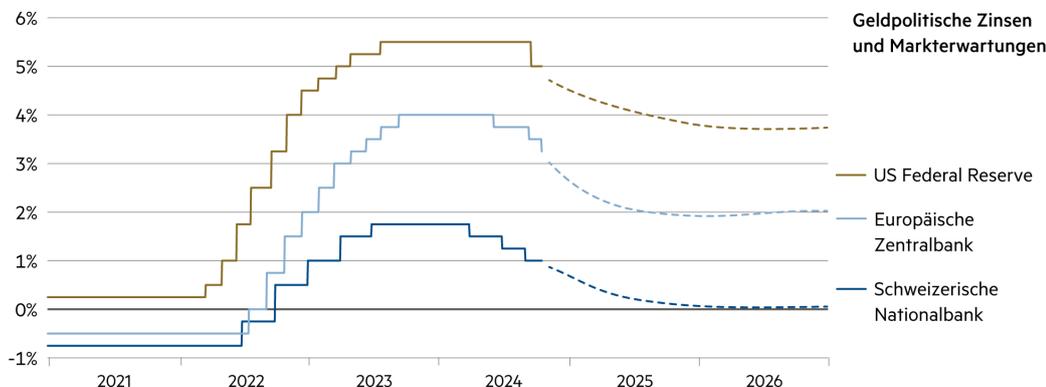
Im Jahr 2024 hatte China mit einem Rückgang des Konsums und einer schwierigen Stimmung im Immobiliensektor zu kämpfen, was sich in einer entsprechend geringeren Konsumneigung und abgeschwächten Investitionen niederschlug. Immerhin dürften die Ankurbelung der chinesischen Binnenkonjunktur sowie das hohe Exportwachstum sich schon in der kürzeren Frist stimulierend auf die Eurozone auswirken. Positiv in Europa sind steigende Reallöhne zu beobachten, welche den Konsum stabilisieren dürften. Der Zinssenkungszyklus der Europäischen Zentralbank (EZB) dürfte die Wachstumskräfte verstärken.

Unter den Schwellenländern sticht Indien nach wie vor hervor. Das Investitions- und Konsumwachstum ist stark und die Inflation unter Kontrolle. Die grösste Herausforderung besteht wohl darin, die Beschäftigung des jungen Arbeitskräftepotenzials, die Investitionen in die industrielle Produktion sowie die Exporte zu steigern.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die Schweiz ist umgeben von mehreren schwachen Nachbarländern. Als stärkste und stabilste grössere Nation erweist sich derzeit ausgerechnet Italien.
Eurozone, Europa	↗	↗	Europa (Deutschland, Frankreich) befindet sich angesichts des schleppenden Wirtschaftswachstums zunehmend in einer politischen Schieflage.
USA	↗	↗	Starkes Rally bei den Aktien nach dem klaren Wahlausgang, der Hoffnungen auf erhebliche Steuersenkungen und eine stärkere US-Wirtschaft weckte.
Rest der Welt	↗	↗	Vielenorts sinkt die Inflation und ermöglicht weitere Zinssenkungen im 2025 (in Lateinamerika, Ostmitteleuropa, Asien und Südafrika).

Liquidität, Währung

Weiterer Rückgang der Leitzinsen erwartet



Geldpolitische Zinsen und Markterwartungen (Quelle: Bloomberg; gestrichelte Markterwartungen abgeleitet von OIS und Futures Kontrakten | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Finanzmärkte erwarten einen weiteren graduellen Rückgang der Leitzinsen. Die schlimmste Phase mit teils zweistelligen Inflationsraten in den USA wie auch in Europa ist vorbei. Deshalb ist es an der Zeit, die Geldpolitik zu lockern, insbesondere in Europa. In der Schweiz könnten die Leitzinsen, die derzeit bei 1.0% liegen, bis im Frühjahr auf 0.5% gesenkt werden. Die Inflationsgefahr hat sich wesentlich verringert.

Erwartungsgemäss zeigten die europäischen Einkaufsmanagerindizes (PMIs) nach dem Wahlergebnis in den USA aufgrund der Unsicherheit in der Handelspolitik eine Verschlechterung der Stimmung an. Trotz der bereits negativen Erwartungen enttäuschten sie sogar noch. Der zusammengesetzte PMI aus dem Industrie- und Dienstleistungssektor lag zuletzt bei 48.1 (gegenüber 50 bei der Schätzung). Dies unterstreicht ein klares Risiko für die europäischen Wachstumsaussichten. Immerhin kann man davon ausgehen, dass die Europäische Zentralbank (EZB) an den kommenden Sitzungen die Leitzinsen senken wird – bis hinunter auf 1.5% lauten derzeit manche fundierte Schätzung für das Jahresende 2025. Die Inflationsprognosen erlauben diese Senkungen. Die Beschäftigungsdaten und die BIP-Aussichten machen sie vielmehr notwendig.

Von der EZB sind wesentliche geldpolitische Lockerungen erforderlich, was auch mit einer Währungsabschwächung einhergehen wird. So kann sich die Eurozone eine Scheibe Wettbewerbsfähigkeit zurückerobern. Der grössere Teil muss jedoch aus einer wachstumsorientierten Binnenmarktpolitik und aus einer fortgesetzten Produktivitätssteigerung hervorgehen, um mit den Rahmenbedingungen in

den USA einigermaßen mithalten zu können. Letzteres erfordert gleich über mehrere Jahre erhebliche Kapitalinvestitionen, nicht in Strassen und Brücken, sondern in moderne digitale Infrastrukturen und Bürokratie-Abbauprozesse.

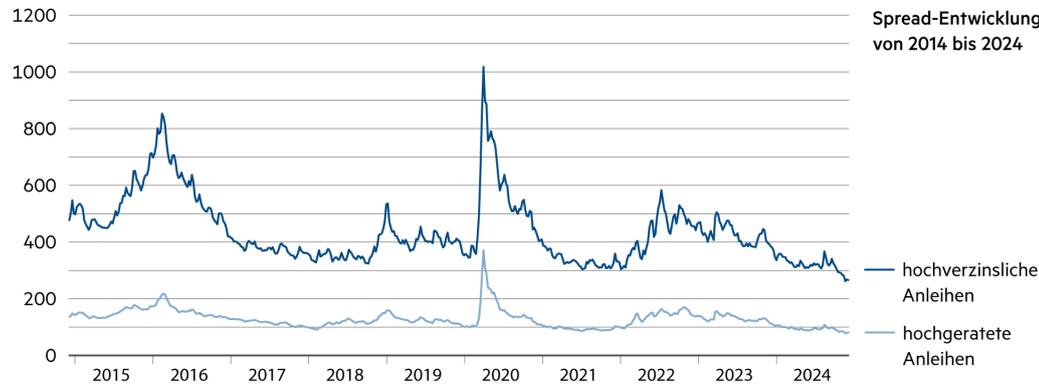
Die Wachstumsrisiken nehmen medial viel Raum ein, doch es bleibt auch zu erkennen, dass es eine Reihe von positiven Überraschungen geben könnte. Auch Deutschland hat Spielraum für eine Lockerung der Fiskalpolitik (zwecks generationenübergreifenden Dringlichkeitsbeschlüssen zu Themen wie militärische Verteidigungsfähigkeit und Bahninfrastruktur). Aber wir gehen davon aus, dass der Appetit selbst unter einer neuen Regierung begrenzt sein wird. Wir erwarten, dass sich die Auswirkungen der Zölle auf Europa erstrecken werden, wobei die Handelsunsicherheit weiterhin die Stimmung belastet.

Erwähnenswert bleibt, dass Europa den US-Zöllen viel stärker ausgesetzt ist als noch 2016, da die USA derzeit mehr aus der EU als aus China importieren. Deutschland und Frankreich könnten auch von südeuropäischen Ländern, die deutlich schneller wachsen, lernen. Griechenland hat nach der Staatsschuldenkrise im Jahr 2011 wieder die Sechs-Tage-Woche eingeführt, Staatsunternehmen privatisiert und Schulden abgebaut. Portugal hat die Staatsschuldenquote innert vier Jahren von über 130% des BIP auf unter 100% reduziert und dazu einen wirtschaftsliberalen Kurs verfolgt. Auch in Spanien (wo das BIP mit +3% in diesem Jahr stärker als in den USA zulegt) haben sowohl die konservative wie dann auch die linke Regierung einen wirtschaftsfreundlichen Kurs eingeschlagen.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Festgeldverzinsung nimmt stark ab und tendiert bald gegen 0.25%. Die Spargeldkonti werden bis auf wenige Ausnahmen bald noch tiefer verzinst.
Euro / Schweizer Franken	→	→↘	Die EZB dürfte die Leitzinsen bis im Sommer 2025 vom gegenwärtigen Niveau von 3.2% auf 1.6% halbieren und den restriktiven Kurs aufgeben.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Wir rechnen vorderhand nicht mit einer Abschwächung des Dollars, die sich der gewählte Präsident Donald Trump so sehr wünscht.
Euro / US-Dollar	→↗	→↗	Das Wechselkurspaar bleibt volatil, doch glauben wir nicht, dass der Euro von derzeit 1.05 unmittelbar auf die Parität zum Dollar hinsteuert.

Anleihen

Grosse Gelassenheit bei den Unternehmensanleihen



Die Spread-Entwicklung für hochverzinsliche und hochgeratete Unternehmensanleihen in den USA (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Märkte für Unternehmensanleihen zeichnen sich durch grosse Gelassenheit und Zuversicht aus, unabhängig vom Rating. Die Kreditrisikoprämien haben sich in den USA auf den niedrigsten Stand seit mehr als zehn Jahren verringert. Die Schätzungen für die Gesamtrendite in Dollar bleiben attraktiv. Weil die Anleihen in der Kapitalstruktur einer Unternehmung höher als Aktien rangieren, dürfte auch im kommenden Jahr die Nachfrage nach Unternehmensanleihen anhalten.

Die Kreditmärkte zeigen derzeit nicht die typischen Warnsignale einer Finanzblase. Die Unternehmen finanzierten sich post-pandemisch ziemlich solide. Die Verschuldung ist deshalb durchschnittlich. Die Laufzeiten wurden in der Tiefstzinsphase verlängert und in der Hochzinsphase (2022/23) vor allem verkürzt. Die Zahlungsausfälle bewegen sich auf moderatem Niveau.

Gewiss machen sich die professionellen Anleger keine Illusionen darüber, dass sich die Spreads vom gegenwärtigen Niveau aus wieder ausweiten können. Dennoch scheinen die engen Kreditrisikoprämien gerechtfertigt. Für «Bottom-up» Investoren stellen Kredit-spreads eine fundamental begründete Entschädigung für die Risiken dar, welche die finanzielle Gesundheit eines Unternehmens im Laufe des Zyklus beeinträchtigen könnten. Zu diesen Risiken gehören potenzielle Rating-Herabstufungen, Umstrukturierungen und im schlimmsten Fall Zahlungsausfälle. Darüber hinaus wünschen sich Anleger in der Regel eine gewisse Spread-Erhöhung für die geringere Liquidität von Unternehmensanleihen im Vergleich

zu Staatsanleihen.

Doch bleibt zu erwähnen, dass die Fundamentaldaten von zwei Zyklen abhängig sind. Der erste ist der Konjunkturzyklus, da das Wachstum die Produktionsmengen und die Inflation die Gewinnmargen beeinflusst. Der andere ist der Finanzzyklus, da die Verfügbarkeit und die Kosten der Finanzierung die finanzielle Flexibilität eines Unternehmens beeinflussen. Unserer Ansicht nach sehen beide Zyklen derzeit günstig für die Kreditrisikoprämien aus.

Die grösste Volkswirtschaft der Welt, die USA, wächst über ihrem langfristigen Potenzial. Dennoch verzeichnen die globalen Preise einen rückläufigen, disinflationären Trend. Dies ermöglicht vielen Zentralbanken, ihre Geldpolitik zu lockern, wodurch die Kreditkosten für Unternehmensemittenten gesenkt und die Liquidität im Finanzsystem erhöht werden.

Die Liquidität kann als eine Funktion der Primärmarktaktivität (Neuemission einer Anleihe) und der Volatilität betrachtet werden. Mit zunehmender Primärmarktaktivität steigen auch die Preistransparenz und der Streubesitz von Wertpapieren. Darüber hinaus wächst bei geringer Volatilität das Vertrauen. Beide Variablen zusammen führen zu einer Verringerung der Geld-Brief Spannen. Die Primärmarktaktivität war das ganze Jahr über robust. Die Volatilität am Anleihemarkt (gemessen am Move Index) liegt ungefähr bei ihrem Einjahresdurchschnitt und übt nur wenig Aufwärtsdruck auf die Spreads aus.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→↘	Der Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank (EZB), Philip Lane, hat sich zur Stützung der Euro-Wirtschaft für weitere Zinssenkungen ausgesprochen.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Anleihen aus der zyklisch und strukturell anspruchsvollen Automobilbranche waren Underperformer, doch hatten wir da kein substantielles Engagement.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Wir rechnen im nächsten Jahr zwar mit einer moderaten Spreadausweitung, aber die Gesamtrendite dürfte dennoch überzeugend positiv ausfallen.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Vorteile durch einheitlichen Kapitalmarkt



Der Schweizer Franken bleibt stark gegenüber dem Euro (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Unsere Anleihenslösungen haben sich im November verhältnismässig gut bewährt. Dabei erstreckt sich die Bandbreite vom strukturell konservativ ausgerichteten Zugerberg Income Fund (ZIF: +1.8% seit Jahresbeginn) bis zum prämienausgerichteten Credit Opportunities Fund (COF: +7.1%). Alle Gefässe und auch die zugrundeliegenden Anleihen wären noch höher bewertet, hätte Europa einen einheitlichen Kapitalmarkt.

Aus den einzelnen Lösungen gibt es nicht viel zu berichten. Passend zur konservativen Ausrichtung zeichnete der ZIF in den vergangenen Wochen mehrere Neuemissionen, sowohl von Schweizer Unternehmen (Bossard, Georg Fischer, Amag Leasing) wie auch von ausländischen Schuldner (u. a. Münchener Rück, Orange, DSV/DB Schenker, Deutsche Telekom). Wo das Potenzial ausgeschöpft schien, wurden Verkäufe getätigt.

Das durchschnittliche Rating beträgt wie schon seit längerem ein hohes «A». Die Duration ist mit 5.2 tiefer als beim Swiss Bond Index, doch nicht unerheblich. Mit Ausfällen ist nicht zu rechnen. Die Kreditrisikoprämien betragen lediglich 94 Basispunkte, d. h. der Kapitalmarkt betrachtet die 204 Schuldner, die im ZIF vertreten sind, praktisch unverändert als risikolos respektive risikoarm.

Spürbar höher liegen die Kreditrisikoprämien mit 414 Basispunkten beim COF. Letztlich führen diese Prämien zu einer Rückzahlungsrendite von 4.9%, d. h. im kommenden Jahr dürfte der COF erneut mit einem spürbar positiven Resultat zum Portfolioerfolg beitragen. Mit den Kreditrisikoprämien lässt sich jährlich ein ordentlicher Ertrag erzielen, und zusätzlich einen imaginären Puffer äufnen, sollte es

einmal zu einem Ausfall unter den insgesamt 198 Anleihen kommen.

Interessant ist das tiefere Rating («BB») des COF im Vergleich zum ZIF. Auf den ersten Blick könnte man deshalb von grösseren Schwankungen ausgehen. Die Duration im COF beträgt tiefe 2.6, was auch einen Beitrag zu den geringen Schwankungen leistet, und liegt damit nur halb so hoch wie im ZIF. Die historische Volatilität betrug im COF 2.3% – deutlich weniger als der ZIF mit seinen höheren Zinsrisiken, was im Laufe des Jahres 2024 tatsächlich mit erheblichen Schwankungen verbunden war.

Im COF sind einige Portfoliooptimierungen vorgenommen worden. Einigen Reduktionen und Veräusserungen von Positionen (u. a. Selecta) standen hoffnungsvolle Käufe gegenüber (u. a. Rieter, Gategroup, TUI Cruises, Carnival Corporation, Color Group, Techem sowie hybride Anleihen von Total Energies, ING Bank und Société Générale).

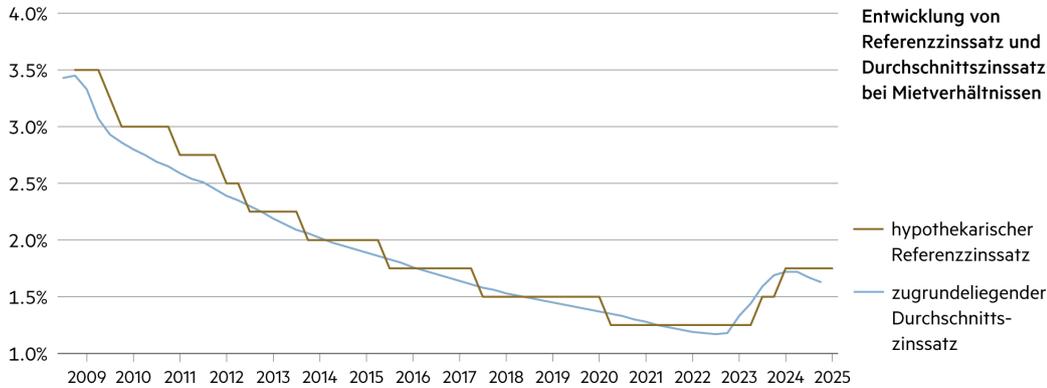
Wir glauben, dass insbesondere in konservativ strukturierten Portfolios ein erheblicher Bestandteil von ZIF-Positionen vorhanden sein muss. Deren Kursverlauf ist in wirtschaftlich guten Zeiten nicht herausragend. Dann wird das Portfolio eher von der Aktienperformance genährt. Der ZIF ist wie eine Absicherung positioniert, von der man in rezessiven Wirtschaftsphasen profitieren können soll. Zudem ist die Liquidität herausragend, während in tieferen Bonitätsklassen die Bandbreite zwischen An- und Verkaufskursen erheblich ist.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2024 (seit Jahresbeginn)	+1.8%	+7.1%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-6.8% (-1.1%)	+34.1% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	54%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	94 BP (-2 BP)	414 BP (+1 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Zinssenkungen steigern den Wert



Entwicklung Referenzzinssatz und Durchschnittszinssatz von 2008 bis 2024 (Quelle: Bundesamt für Wohnungswesen BWO | Grafik: Zugerberg Finanz)

Aufgrund des starken Inflationsrückgangs rechnen wir mit weiteren Zinssenkungen durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) von 1.0% in zwei Schritten am 12. Dezember 2024 und am 20. März 2025 auf 0.5%. Das wird an den Immobilienmessen im kommenden Frühjahr für eine verstärkte Nachfrage nach Immobilien sorgen. Auch Infrastrukturprojekte, sofern die Erträge aus Europa erzielt werden, dürften durch tiefere Zinsen eine höhere Bewertung erfahren.

Die Ausgangslage ist ausgezeichnet. Der Landesindex der Konsumentenpreise sank im November 2024 im Vergleich zum Vormonat um 0.1% und erreichte den Stand von 106.9 Punkten (Dezember 2020 = 100). Gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat betrug die Teuerung +0.7%. Damit befindet man sich in der unteren Hälfte des SNB-Zielbandes für Preisstabilität von 0% bis 2%.

Der Rückgang um 0.1% im Vergleich zum Vormonat ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen, unter anderem auf die gesunkenen Preise in der Hotellerie und für Pauschalreisen ins Ausland. Ebenfalls gesunken sind die Preise für neue Automobile und Fruchtm Gemüse. Demgegenüber sind die Preise für die Wohnungsmieten und den Luftverkehr gestiegen.

Zudem kann davon ausgegangen werden, dass der hypothekarische Referenzzinssatz von derzeit 1.63% (Stichtag 30. September 2024) in naher Zukunft weiter sinken wird. Der mietrechtlich massgebende Referenzzinssatz wird kaufmännisch gerundet und beträgt somit (aufgerundet) weiterhin 1.75% und gilt ab dem 3. Dezember 2024.

Die Rechtsgrundlage bildet Artikel 12a der Verordnung über die Miete und Pacht von Wohn- und Geschäftsräumen (VMWG).

Der Referenzzinssatz bleibt auf diesem Niveau, bis der Durchschnittszinssatz auf unter 1.63% sinkt. Das dürfte bei der nächsten Berechnung mit dem Stichtag 31. Dezember 2024 erfolgen. Damit würde der Referenzzinssatz auf 1.5% gesenkt und die Mieten würden im Laufe des Frühjahr 2025 gesenkt. Gemäss Mietrecht ergibt sich ein Senkungsanspruch des Mietzinses im Umfang von 3% pro Viertelprozentpunkt. Daraus resultiert volkswirtschaftlich ein Teuerungstrend, der sich eher Richtung 0% bewegt.

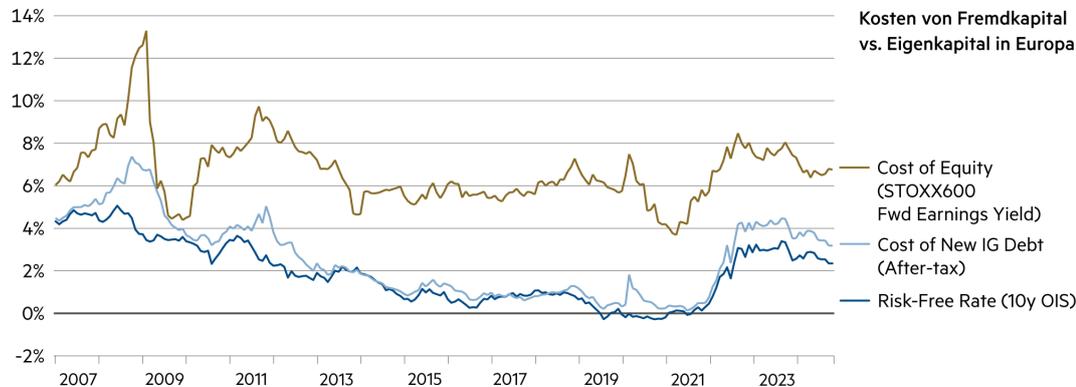
Die SNB dürfte mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit mindestens eine Zinssenkung vornehmen, um die Wirtschaft zu beleben und die Teuerung nicht in die deflationäre Zone gleiten zu lassen. Die Einkaufsmanagerindex-Umfragen blieben nahe der Wachstumsschwelle von 50 Punkten und die realen Detailhandelsumsätze zeigten dagegen nur geringe Erholungssignale. Dafür stiegen im Oktober die Exporte, angetrieben durch die starke Chemie- und Pharmabranche.

Der Schweizer Index für Immobilienfonds hat seit Jahresbeginn eine beachtliche Gesamtrendite erzielt (+13.7%). Der wesentliche Teil davon wurde in den vergangenen Monaten erzielt, als sich immer tiefere Inflationsraten und weitere Zinssenkungen abzeichneten. Ein negativer Leitzins zählt weiterhin zum geldpolitischen Instrumentarium der SNB, doch gehen wir davon aus, dass dieses möglichst nicht wieder zum Einsatz gelangen wird.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Die Nachfrage nach Stockwerkeigentum wird sich in den kommenden Quartalen wieder deutlich beleben, auch bei höheren Preisniveaus als 2023 und 2024.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↗	→↗	Mit Mobimo und PSP fühlen wir uns gut positioniert bei der anhaltenden Nachfrage nach gut gelegenen Wohn-, Büro- und Geschäftsliegenschaften.
Immobilienfonds CH	→	→↗	Indirekte Immobilienanlagen (CHREF) legten innerhalb der letzten 12 Monate (+20.2%) deutlich zu und machten die Verluste aus dem Jahr 2022 wieder wett.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die Aussichten für Infrastrukturbetreiber bleiben blendend: weil sich deren Fremdkapitalkosten reduzieren, darf mit höheren Gewinnen gerechnet werden.

Aktien

Fremdkapitalkosten sinken



Kosten von Fremdkapital vs. Eigenkapital in Europa (Quelle: CreditSights, ICE Data Indices | Grafik: Zugerberg Finanz)

In Europa zeichnet sich eine gute Zeit ab für Unternehmen, die ihr gewinnträchtiges Geschäftsmodell mit einem erheblichen Teil Fremdkapital verfolgen. Dieses wird seit rund zwei Jahren günstiger und dieser Trend dürfte sich im Jahr 2025 fortsetzen. Beim Eigenkapital geht es leicht in die umgekehrte Richtung. Investoren verlangen für die Zurverfügungstellung von Kapital rund 7.0% Rendite, u. a. aufgrund der Unsicherheiten, die mit den wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen in Europa verbunden sind.

Aufgrund der rosigen Aussichten in den USA geben sich die Aktieninvestoren mit deutlich geringeren Renditeaussichten zufrieden und kaufen weiterhin hochbewertete Aktien. In Europa sind die Bewertungen tiefer und entsprechend sind die Gewinnaussichten für die kommenden Jahre eher höher.

Bei den europäischen Aktien geben sich Investoren bei etablierten, grösseren und breit abgestützten Unternehmen, wie sie im Stoxx 600 vorkommen, mit rund 7.0% Rendite zufrieden. Das lässt sich aus der vor uns liegenden Gewinnrendite ableiten. Im Stoxx 600 sind auch die wichtigsten Schweizer Unternehmen vertreten, sodass diese Renditeerwartung auch für die Schweizer Aktien zutrifft. Nur zur Erinnerung: Bei 7% Rendite und dem Reinvestieren der Erträge verdoppelt sich das eingesetzte Kapital innert zehn Jahre.

Die Renditeerwartung gegenüber kleineren Unternehmen, die teils auch weniger diversifiziert und möglicherweise auch mit bedeutenderen Risiken rund um einzelne Schlüsselpersonen verbunden sind,

liegt höher. Vielfach muss bei kleineren und mittleren Unternehmen auch die Illiquidität der Aktien berücksichtigt werden, was ebenfalls zu einem Risikozuschlag führt. Deshalb liegen da die Kapitalkosten für das Eigenkapital in der Grössenordnung von 8% bis 10%.

Das Erfreuliche an effizienten Märkten ist, dass diese Kapitalkosten über mehrere Jahre auch effektiv realisiert werden, d. h. die Aussichten, wie sie implizit aus den europäischen Markterwartungen herauszulesen sind, bleiben gegenüber der Zukunft ziemlich konstruktiv und positiv. Wir sind zudem der Auffassung, dass sich der Heimatfokus Schweiz im Bereich der Aktien auszahlen wird.

Die Renditeperspektiven liegen gewiss deutlich über jenen der Anleihen und sie liegen bei europäischen Champions aufgrund des Basiseffekts sogar etwas höher als bei US-Aktien. Generell lässt sich zusammenfassen: Wir gehen in unseren Kapitalmarktannahmen davon aus, dass die nächsten zehn Jahre durch höhere Haushaltsausgaben, hohe Kapitalinvestitionen (KI, Automation und verwandte Gebiete, Energie, Infrastruktur usw.) und auch durch höheres Wirtschaftswachstum gekennzeichnet sein werden.

Die erwarteten Renditen bleiben im historischen Vergleich hoch. Wir sind zudem der Auffassung, dass die Weltwirtschaft heute breiter abgestützt, diversifizierter und gesünder ist als in weiten Teilen des letzten Jahrzehnts. Die nominalen Wachstumstrendprognosen für die G7-Volkswirtschaften unterstreichen diese Ansicht: Sie steigen zum fünften Jahr in Folge von einem mehrjährigen Tiefstand von 3.1% im Jahr 2020 auf 3.9% für das Jahr 2025.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Seit Quartalsbeginn haben vor allem Swiss Re (+12%), Zurich Insurance (+10%) und Holcim (+9%) zugelegt. Allen drei Aktien trauen wir noch erheblich mehr zu.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Hier muss man unterscheiden zwischen einer Volkswirtschaft und dem globalen Champion, der typischerweise selten mehr als 40% Umsatz in Europa macht.
Aktien USA	↗	↗	Der Optimismus am US-Aktienmarkt scheint grenzenlos. Gemäss «Conf Board» rechnen 56.4% der Befragten mit einem weiteren Anstieg der Aktien.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Ungünstige demografische und wirtschaftliche Entwicklungen sorgen in China für strukturellen Gegenwind und bestärken unsere vorsichtige Einschätzung.

Alternative Anlagen

China verkauft US-Schatzanleihen



China kauft Gold und verkauft US-Schatzanleihen; 2015–2024 (Quelle: US Treasury Department, 11/2024 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Erwartung bleibt, dass China weiterhin US-Schatzanleihen verkaufen wird. Über die vergangenen zehn Jahre hat China ihren Bestand von US Treasuries um rund 40% reduziert. Um die Währung zu stützen, hat die chinesische Zentralbank (PBoC) Gold in einem massiven Umfang gekauft, aber keine Bitcoins. Dahinter steht eine klare Diversifikationsstrategie «weg aus dem US-Dollar».

Die Investoren spürten dies einerseits in steigenden Goldnotierungen und andererseits in sinkenden Kursen von US-Schatzanleihen. In Europa spürt man dagegen aktuell ein «weg aus den französischen Staatsanleihen». Der Spread zwischen Frankreich und Deutschland für zehnjährige Anleihen pendelt anfangs Dezember um die Marke von 90 Basispunkten – gleich hoch wie der Aufschlag von Griechenlands Staatsanleihen gegenüber deutschen. Dies ist der höchste Spread seit der Eurozone-Anleihenskrise von 2012, da sich das französische Haushaltsdebakel zuspitzt und französische Banken und Versicherungen den Eurostoxx 600 belasten.

Deshalb strömen wohl auch erhebliche Mittel in sichere Staatsanleihen von Deutschland und der Schweiz. Die Rendite der zehnjährigen Staatspapiere sind anfangs Dezember auf 0.2% (Schweiz) respektive 2.0% (Deutschland) gefallen. Dies führt zu einem vorteilhaften Finanzierungsumfeld. Wir rechnen in der Tat mit einer Belebung der Immobilienbranche und vermehrten Firmenübernahmen.

Wichtig ist, dass nach Jahren der Unsicherheit der IPO-Markt, d. h. der Markt für Börsengänge, wieder in Schwung kommt. 2024 hat

sich als entscheidendes Jahr erwiesen. An der Schweizer Börse kam es zum IPO von Galderma, die einst Nestlé gehörte und vom schwedischen Privatmarktmanager EQT weiterentwickelt wurde. Die Unternehmung, die sich mit ihren Produkten (u. a. «Daylong Sonnencreme») vor allem auf Hautverbesserungen spezialisierte, ist mehr als 21 Milliarden Franken wert. Mit Sunrise (3 Mrd. CHF) kam es zu einem weiteren beachtlichen Börsengang.

Aktuelle Analysen von Private Equity Forschern unterstreichen die parallele Wechselwirkung zwischen tiefen Zinsen, vermehrten Börsengängen und erhöhten M&A Aktivitäten. 2024 war keine Ausnahme. Dieser Aufschwung wird sich im Jahr 2025 in nachhaltigem Wachstum beschleunigen. Vielmehr zeichnet sich ab, dass die Anleger darauf achten müssen, um nicht Chancen zu verpassen. Kurz nach dem Börsengang waren beispielsweise Galderma-Aktien für 62 Franken zu bekommen. Inzwischen liegt das Kursniveau 45% höher und das Aktionariat hat sich massiv verbreitert (u. a. L'Oréal mit 10% Aktienanteil).

Manche Firmen können aber auch abseits der Börse ein steiles Wachstum hinlegen. SpaceX beispielsweise ist ein US-amerikanisches Raumfahrt- und Telekommunikationsunternehmen, das vor 22 Jahren von Elon Musk gegründet wurde. Es ist mittlerweile der weltweite Marktführer für kommerzielle Satellitenstarts und der weltweit grösste Hersteller und Betreiber von Satelliten. Das Unternehmen konnte mittels Venture Capital und Private Equity wachsen. Der Wert wird inzwischen auf 350 Milliarden Dollar geschätzt, ein Börsengang steht jedoch nicht bevor.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→📉	→	Unter Donald Trump dürften die USA wieder zum weltweit grössten Erdöl-Förderer werden und damit weiterhin für sinkende Energiepreise sorgen.
Gold, Edelmetalle	→📈	→📈	In Franken stieg der Goldpreis nach einer fünfmonatigen Stagnation von 2'100 Franken auf etwas über 2'300 Franken pro Unze Feingold.
Insurance Linked Securities	📈	📈	Es handelt sich dabei weiterhin um solide Finanzinstrumente, die an bestimmte Versicherungsrisiken gekoppelt sind, und ein Portfolio diversifizieren können.
Private Equity	📈	📈	Die Aktie von Partners Group hat anfangs Dezember dividendenbereinigt den höchsten Stand seit Dezember 2021 erreicht.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)					
			30.11.2024	11/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Aktien								
SMI	CHF	11'764.2	-0.2%	+5.6%	+3.8%	-16.7%	+20.3%	
SPI	CHF	15'672.5	-0.2%	+7.6%	+6.1%	-16.5%	+23.4%	
DAX	EUR	19'626.5	+1.9%	+17.5%	+13.1%	-16.3%	+10.4%	
CAC 40	EUR	7'235.1	-2.5%	-3.8%	+9.6%	-13.9%	+23.6%	
FTSE MIB	EUR	33'414.6	-3.4%	+10.4%	+20.4%	-17.3%	+17.3%	
FTSE 100	GBP	8'287.3	+3.0%	+12.2%	-0.3%	-8.8%	+16.7%	
EuroStoxx50	EUR	4'804.4	-1.4%	+6.6%	+12.1%	-16.0%	+16.0%	
Dow Jones	USD	44'910.7	+9.5%	+25.1%	+3.5%	-7.7%	+22.2%	
S&P 500	USD	6'032.4	+7.7%	+32.8%	+13.1%	-18.5%	+30.6%	
Nasdaq Composite	USD	19'218.2	+8.1%	+34.4%	+30.6%	-32.3%	+25.0%	
Nikkei 225	JPY	38'208.0	+1.3%	+12.9%	+8.6%	-19.7%	-2.6%	
Sensex	INR	79'802.8	+1.8%	+14.2%	+7.4%	-4.8%	+23.2%	
MSCI World	USD	3'810.1	+6.4%	+26.2%	+10.8%	-18.5%	+23.7%	
MSCI EM	USD	1'078.6	-1.9%	+10.6%	-2.6%	-21.5%	-1.8%	
Obligationen (gemischt)								
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	155.0	+0.8%	-0.3%	+2.2%	-13.2%	-3.0%	
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	186.1	+1.0%	+1.0%	+4.2%	-16.7%	-2.0%	
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	362.5	+1.0%	+6.8%	+8.7%	-13.6%	+1.4%	
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	275.9	+0.8%	+3.9%	+4.5%	-18.2%	-2.7%	
Staatsobligationen								
SBI Dom Gov	CHF	188.9	+2.0%	+5.2%	+12.5%	-17.0%	-4.2%	
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.1	+0.5%	-1.8%	-0.5%	-15.0%	-3.5%	
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	183.2	+2.1%	+0.9%	+4.8%	-18.9%	-3.7%	
Unternehmensobligationen								
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	190.8	+1.0%	+5.0%	+5.7%	-7.5%	-0.5%	
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	188.6	+1.0%	+0.1%	+3.5%	-18.5%	-2.3%	
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	613.2	+0.8%	+4.6%	+8.5%	-13.7%	+4.1%	
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.0	+1.4%	+2.7%	+5.9%	-14.1%	-1.2%	
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	301.5	+0.4%	+5.0%	+9.8%	-10.9%	+3.2%	
Alternative Anlagen								
Gold Spot CHF/kg	CHF	74'864.8	-1.8%	+33.0%	+0.8%	+1.0%	-0.6%	
Commodity Index	USD	98.1	+1.9%	+4.5%	-20.4%	+15.1%	+30.8%	
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'659.3	+1.0%	+13.7%	+5.4%	-17.3%	+7.6%	
Währungen								
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8810	+2.0%	+4.7%	-9.0%	+1.3%	+3.1%	
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9320	-0.9%	+0.3%	-6.1%	-4.6%	-4.0%	
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5881	+3.6%	-1.4%	-15.4%	-11.0%	-7.5%	
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1220	+0.7%	+4.7%	-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 30.11.2024; Wirtschaftsdaten per 30.11.2024; Wirtschaftsprognosen vom 30.11.2024; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.