



Wildspitz mit Blick zum Rossberg und zur Rigi (Foto: Andreas Busslinger)

Von der Inflation zur Wachstums-Frustration?

Der Gipfel der Inflation liegt hinter uns und die Inflation geht weltweit zurück. Aber das ist nicht ein gradliniger Weg und führt die Weltwirtschaft nicht gleich auf einen reibungslosen Wachstumspfad. Dennoch ist Frustration fehl am Platz, denn die wichtigste Botschaft bleibt: Die seit zehn Monaten angekündigte Rezession ist noch immer nicht eingetroffen. In der Eurozone und in der Schweiz ist sie abgesagt. Es gibt vielmehr Hinweise, dass sich die Realwirtschaft diesseits des Atlantiks im späten Frühjahr beschleunigen wird. Selbst im krisengeschüttelten Vereinigten Königreich brüllt der Löwe wieder. Die jüngsten Prognosen gehen nicht mehr von einer tiefen Rezession, sondern eher von einer Stagnation aus.

Wir bleiben weiterhin vorsichtig optimistisch, fühlen uns in defensiven Bereichen komfortabel und bleiben zurückhaltend mit Aktienengagements in zyklischen Unternehmen. Viele Geschäftsmodelle, die bei uns den Weg ins Portfolio finden, sind ausgesprochen rezessions-

resilient. Diese wachsen selbst in einer Krise moderat, in einem Aufschwung überdurchschnittlich klar sogar. Der Dividendenfrühling erfasst unsere Aktien. In mehr als 70% der Positionen kommt es zu einer Dividendenerhöhung.

Keinerlei Wachstums-Frustration breitet sich bei unseren Anleihe-lösungen aus. Eine Verstetigung des nominellen Weltwirtschaftswachstums sorgt sogar eher dafür, dass die Unternehmen ihre Zinsen bezahlen und Schulden rechtzeitig werden tilgen können. Gesteigerte Umsätze und Erträge bei nominell stabilen Schulden erfreuen die Finanzabteilungen. Das Ausfallrisiko bildete sich seit Jahresbeginn jedenfalls spürbar zurück. Die rückläufigen Kreditrisikoprämien verliehen unseren Unternehmensanleihen mit rund +2% (seit Jahresbeginn) einen zusätzlichen Schub gegenüber der Performance des weltweiten Anleiheindex, der von Staatsanleihen geprägt ist und per Ende Februar bei 0% lag.

Der volatile Februar 2023

Nach einem starken Januar zeigte sich der Februar von seiner volatilen Seite. Im Gegensatz zu den passiven Portfolios, die im Anleihe- und Aktienbereich einen Monat mit einer negativen Rendite verzeichneten, erzielten unsere Zugerberg Finanz Portfolios weitestgehend ein positives Ergebnis. Tendenziell war die Monatsrendite in Anlageklassen mit einem höheren Aktienanteil besser als in Anlageklassen mit einem geringen Aktienanteil.

In der Risikoklasse 1 überwiegen Anleihen mit einem defensiven Charakter. Das sorgte für eine minimale Korrektur. Dennoch liegen die Strategien seit Jahresbeginn zwischen 2.5% (Freizügigkeit R1) und 3.5% (Revo1) im Plus. Die balancierten Portfolios in der Risiko-

klasse 3 legten bis zu 6.0% zu. In der Risikoklasse 4 und 5 sowie in der Dividenden-Strategie (RevoDividenden +9.9%) waren die erzielten Renditen in den ersten zwei Monaten des laufenden Jahres noch höher.

Verhältnismässig weniger gut hielten sich im Februar die DecarbRevo-Lösungen mit ihrem Schwergewicht auf erneuerbaren Energien und Dekarbonisierung der Weltwirtschaft. Wie üblich reagieren die Freizügigkeits-Gefässe mit ihrem stattlichen Anteil an nichtkotierten Anlagen (z. B. Immobilien-Anlagestiftungen) relativ träge auf Marktbewegungen. Das gilt im Rückgang genauso wie in der Erholung jetzt im Jahr 2023.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Februar 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	-0.4%	+3.1%
Zugerberg Finanz R2	+0.3%	+5.0%
Zugerberg Finanz R3	+0.5%	+6.0%
Zugerberg Finanz R4	+0.6%	+6.4%
Zugerberg Finanz R5	+0.3%	+5.2%
Zugerberg Finanz RDividenden	+1.2%	+8.2%
Zugerberg Finanz Revo1	-0.2%	+3.5%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.3%	+5.1%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.3%	+5.9%
Zugerberg Finanz Revo4	+0.5%	+6.8%
Zugerberg Finanz Revo5	+0.6%	+7.5%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+1.4%	+9.9%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.6%	+4.0%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.7%	+5.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.8%	+6.6%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Februar 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.5%	+1.8%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-0.1%	+2.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.3%	+3.7%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.5%	+4.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.8%	+5.3%

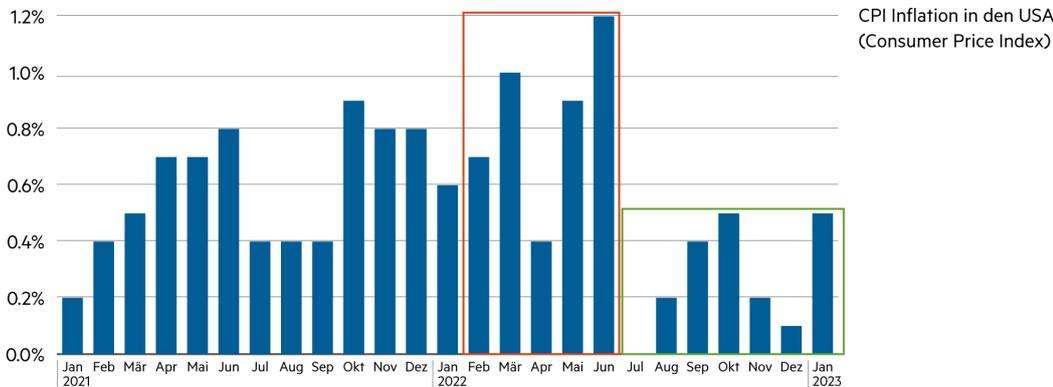
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Februar 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.2%	+3.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.3%	+5.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.3%	+5.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.5%	+6.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.6%	+7.5%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+1.4%	+9.9%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.6%	+4.0%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.7%	+5.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.8%	+6.6%

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

Makroökonomie

Es folgen Monate mit sinkenden Inflationsraten



Monatliche Entwicklung der CPI Inflation in den USA, Januar 2021 – Januar 2023 (Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Weltwirtschaft wurde vor einem Jahr von einer wuchtigen Inflationswelle erfasst. Die Inflation hat der Konjunktur stärker geschadet als ursprünglich gedacht. Die Preise in den Industriestaaten sind durchschnittlich bis zu 1.2% monatlich (!) angestiegen. In den kommenden fünf Monaten fallen diese enormen Zuwachsraten weg und werden durch moderatere Werte ersetzt. Dadurch wird die zum Vorjahresmonat gemessene Jahres-Inflationsrate im Frühjahr bis im Frühsommer 2023 erheblich sinken.

Die jährliche Inflationsrate setzt sich immer aus den vorangegangenen 12 Monatswerten zusammen. Vor einem Jahr waren die Preise besonders stark angestiegen. Die postpandemische Konsumnachfrage liess die Lieferkettenprobleme eskalieren, zumal einzelne Weltwirtschaftsregionen (z. B. grosse Teile Chinas) immer noch eine strikte Null-Covid-Politik verfolgten. Von Februar 2022 bis Juni 2022 waren in zahlreichen Industriestaaten monatliche Preissteigerungen von 1% und mehr keine Seltenheit. Von einer reibungslosen industriellen Produktion wagte man nicht einmal zu träumen, und zahlreiche Dienstleistungsbetriebe kehrten erst allmählich aus dem pandemischen Winterschlaf zurück.

Gleichzeitig sorgte der Krieg in der Ukraine für zahlreiche Spekulationen im Energiebereich. Hinzu kam der im Zuge der erhöhten Zinsen in den USA erstarkte Aussenwert des Dollars, was die Preise beispielsweise in Europa auf Importgütern wie Rohöl und Gas zusätzlich verteuerte. Und die rasche Abwendung von russischen Energiequellen (Kohle, Gas, Öl) war ebenfalls mit höheren Kosten verbunden.

In Europa verbreitete sich die Sorge um eine strukturelle Deindus-

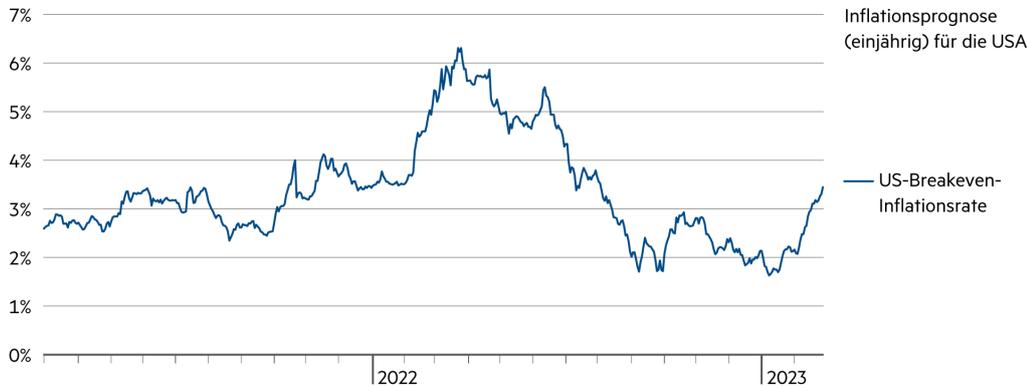
trialisierung mit einer angehobenen Arbeitslosigkeit. So weit wird es nicht kommen, aber Geschäftsmodelle, die sich jahrzehntelang auf günstigste russische Gaslieferungen abstützten, müssen sich neu orientieren. Bei BASF, dem weltgrössten Chemiekonzern, zeigt sich dieser Umbruch besonders deutlich. 2021 entfielen vier Prozent des gesamten deutschen Gasverbrauchs auf das deutsche BASF Stammwerk Ludwigshafen mit seinen 39'000 Mitarbeitenden. Ob der Konzern mit seiner Produktionsverlagerung beispielsweise von Ammoniak und Dünger ins chinesische Zhanjiang glücklich werden wird, wird die Zukunft erweisen.

Gewiss hat die öffentliche Kritik des BASF Konzernchefs an den Rahmenbedingungen in Europa («hohe Kosten, zunehmende Überregulierung sowie langsame und bürokratische Genehmigungsverfahren») auch sein Gutes. Es schärft die Sichtweise, dass das Klimarisiko in Europa vielfältiger Natur ist. Es darf keinesfalls auf die Umwelt beschränkt betrachtet werden. Gerade das Beispiel BASF zeigt, dass die Schweiz, Deutschland und ganz Europa um ein wirtschaftsfreundliches Klima ebenso bemüht sein müssen. Eine plausible Annahme besteht wohl darin, dass Gaslieferungen nicht mehr zu den historisch tiefen Russland-Preisen der vergangenen Jahrzehnte erfolgen werden. Umso mehr gilt es diesen Sachverhalt mit anderen Vorteilen zu kompensieren: mit guter und sicherer Infrastruktur, mit (hoch)gebildeten Arbeitskräften, mit effizienter Regulierung, wenig Bürokratie und steuerlicher Attraktivität. Wir müssen besorgt sein für ein Klima für Innovation und Risikokapital, ein Klima ohne Korruption und ohne Enteignungsrisiko, ein Klima mit frischer Luft und einem hohen Anteil erneuerbarer Energie: Das wird das Europa der Zukunft auszeichnen.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Für die Schweiz zeichnet sich eine Phase von mehreren Quartalen mit einem moderaten Wachstum bei leicht erhöhten Leitzinsen ab.
Eurozone, Europa	↗	↗	Deutschland kehrt allmählich wieder auf einen verhaltenen Expansionskurs zurück, aber der Rückgang der Konsumentenpreisinflation geht nur langsam voran.
USA	→	↗	Die Volkswirtschaft kühlt sich ab. Aufgrund des warmen Winters blieben der Hausbau und der gesamte Arbeitsmarkt aussergewöhnlich robust und resilient.
Rest der Welt	↗	↗	Der asiatische Wirtschaftsraum mit den beiden Schwerpunkten China und Indien sorgt für die stärksten weltwirtschaftlichen BIP-Wachstumsraten im Jahr 2023.

Liquidität, Währung

Wo stabilisieren sich die Inflationsprognosen?



Die einjährige Inflationsprognose für die USA in den letzten 24 Monaten (Quelle: Bloomberg Finance, US-Breakeven-Inflationsrate, 28. Februar 2023 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im Jahr 2022 sind die börsengehandelten Inflationsprognosen stark angestiegen, dann fielen sie stark. Mittlerweile stabilisieren sie sich auf einem tieferen Niveau. Allerdings besteht weiterhin ein Inflationsdruck, doch hat er in den Bereichen Energie und Nahrungsmittel deutlich nachgelassen. Im Dienstleistungsbereich zeigen sich einige hartnäckige Bereiche. Prognosewerte um rund 3% für die Inflationsrate in den USA in einem Jahr stimmen zuversichtlich.

In der Schweiz ist die Inflation zu Jahresbeginn (+3.3% im Januar) deutlich angestiegen. Im Dezember betrug sie noch 2.8%. Bald dürfte sie auch wieder fallen. Denn der Anstieg ist vor allem auf die stark gestiegenen Strompreise, wie sie den Haushalten verrechnet werden, zurückzuführen. Der schwache Preisüberwacher greift offensichtlich nicht in die monopolistisch festgelegte Preisstruktur ein. Denn die verrechneten Strompreise sind weit höher als die effektiven Kosten. Europaweit sind die Strom-Grosshandelspreise auf dem tiefsten Niveau seit 12 Monaten angelangt und bewegen sich nicht deutlich über dem Durchschnitt aus den Jahren 2017 bis 2021. Deshalb fallen in den meisten europäischen Ländern auch die Inflationsraten.

Beim Grosshandelspreis für Gas ist es ähnlich. Mit 47 Euro pro Megawattstunde wird das Gas an der Amsterdamer Börse TTF rund 85% unter dem Preisniveau von Ende August 2022 gehandelt. In

den vergangenen 18 Monaten lagen die Gaspreise nur gerade während neun Handelstagen noch tiefer als gegenwärtig. Und wer sich seine Gaslieferung in 12 Monaten sichern will, kann dies mit 54 Euro so günstig machen wie nie zuvor im vergangenen Jahr. Die Schweizer Energieunternehmen sind somit aufgerufen, ihre Preise nach unten anzupassen. Weil das nicht freiwillig geschieht, muss man da lokal Druck aufsetzen.

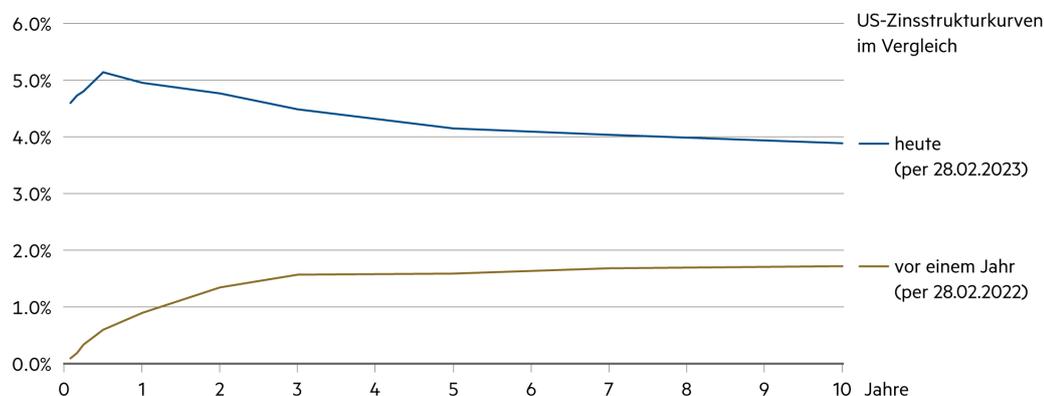
Längst nicht überall stiegen die Preise. Grundversorgte Kundinnen und Kunden beispielsweise der BKW zahlen im Jahr 2023 gleich viel für die Energie und die Netznutzung der BKW wie 2022. Lediglich die Tarifierhöhung der nationalen Netzbetreiberin Swissgrid wird an die Kundschaft weitergereicht. Energie kostet bei der BKW immer noch gleich viel, dank Strom aus eigenen Kraftwerken und den dortigen Effizienz- und Digitalisierungsmassnahmen.

Die BKW-Aktie liegt 26% höher als vor dem Ukraine-Krieg und inzwischen auf einem Allzeithoch. Das Energieunternehmen sorgt geschickt dafür, vom gegenwärtigen Umfeld zu profitieren. Dazu zählen individuelle Energielösungen und -dienstleistungen für eine smarte Kundschaft, die sich um die effiziente Energiebeschaffung sorgt. Auf der südwestlichen Pistenseite des Flughafenareals in Bern will die BKW die grösste Freiflächen-Solaranlage der Schweiz bauen und damit die Versorgungssicherheit mit grünem Strom (zu stabilen Preisen) erhöhen.

Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	→	→	Die Negativzinsen sind zwar verschwunden, doch die relativ hohen Monats- und Quartalsgebühren sind vielerorts geblieben. Ein Vergleich lohnt sich.
Euro / Schweizer Franken	→	→↗	Die Euro-Erhölung hält an. Mit 0.99 liegt der Euro lediglich 2.5% tiefer als Anfang März 2022. Das ist angesichts der Inflationsdifferenzen eine geringe Abwertung.
US-Dollar / Schweizer Franken	↘	↘	Nach den Aussichten auf höhere Leitzinsen in den USA mit kurzfristigen Geldern, die zu 5% verzinst werden, verteuerte sich der Dollar auf 0.94 (+1.9% im Jahr 2023).
Euro / US-Dollar	↗	↗	Die Zinsspekulationen in den USA (Leitzins-Höhepunkt bei 5.75%?) bremsen die Euro-Erhölung (Leitzins-Höhepunkt bei 3.75% oder 4.0%?) aus.

Anleihen

Die Zinsstrukturkurve veränderte sich massiv



Die Zinsstrukturkurve in den USA vor einem Jahr und heute (Quelle: Bloomberg Finance, Zinsstrukturkurve der US-Schatzanleihen | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die massive Veränderung der Zinsstrukturkurve in den letzten 12 Monaten lässt sich aus der obigen Abbildung erkennen. In Dollar werden gegenwärtig kurzfristige Gelder bis zu 5% verzinst. Die längerfristigen Anleihen werfen aber deutlich weniger ab. Der inverse Verlauf der Zinsstrukturkurve ist in dieser Grössenordnung aussergewöhnlich. Die Inversion dürfte dennoch noch einige Quartale andauern.

Die Zinsstrukturkurve in den USA ist stark invertiert, d. h. kurzfristige Zinsen sind deutlich höher als die langfristigen. Diese Differenz kann bis 100 gehen, wohl aber nicht bis 200 Basispunkte. Irgendwann tritt der Druck zur «Normalisierung» ein. Damit wird eine Phase einer flacheren Zinskurve eingeläutet. Gefolgt von einer Periode, welche die Zinsstrukturkurve meistens prägt: Dann liegen die Zinsen am kurzen Ende wieder tiefer und am langen Ende höher.

Es gibt zahlreiche Komponenten, welche auf die Zinsstrukturkurve einwirken. Am kurzen Ende sind es gewiss die Leitzinsen der US Federal Reserve. Diese möchte die überhitzte Wirtschaft abkühlen, um die Inflationsraten wieder auf eine durchschnittliche Grösse von 2% zurückzuführen. Doch das ist selten ein gradliniger Prozess, weil geldpolitische Massnahmen stark verzögert wirken.

Zudem lassen sich die Inflationskomponenten nicht von einem Währungsraum auf den nächsten übertragen. In den USA gibt es zahlreiche kuriose Inflationsbestandteile, die wir in der Schweiz kaum beobachten können. Beispielsweise war der hohe Ausgabenanteil der US Haushalte für Gebrauchtfahrzeuge postpandemisch inflationstreibend (bis zu +1.5 Prozentpunkte). Vorübergehend stiegen die Preise bis zu 40% gegenüber dem Vorjahr an, weil Neuwagen

kaum mehr produziert werden konnten. Mit verbesserten Lieferketten fielen die Occasionspreise wieder. Doch in den letzten drei Monaten war erneut ein starker Anstieg zu verzeichnen, weil die typische Anzahl dreijähriger Fahrzeuge aus Mietwagenflotten ausfiel. Da das Mietwagengeschäft im Frühjahr 2020 zum Erliegen kam, fehlt nun diese «Menge» auf dem Markt für Gebrauchtfahrzeuge. Das erhöht gegenwärtig die US Inflationswerte um satte 0.4 Prozentpunkte.

Zur Instabilität der US Zinsstrukturkurve sorgen auch die schwankungsanfälligen Erwartungen der Investoren. Während im Januar 2023 noch ausgeprägte Leitzinssenkungen für die zweite Jahreshälfte erwartet wurden, scheint das Pendel gegenwärtig ins andere Extrem von übertriebenen Leitzinserhöhungen bis im Herbst 2023 zu schwingen.

Das hat natürlich auch Konsequenzen für die entsprechenden Renditen und Renditeerwartungen. Der weltweite Anleiheindex lag anfangs Februar mit +4.7% deutlich höher als Anfang des Jahres. Inzwischen liegt der Index aufgrund der obigen Pendelbewegung rund 5% tiefer: Mit -0.2% fiel er Ende Februar praktisch auf ein neues Jahrestief. Der Index der inflationsgeschützten Anleihen liegt bei 0.0% und der Index der US Schatzanleihen bei -0.7%.

Der Swiss Bond Index (SBI AAA-BBB Total Return) liegt seit Jahresbeginn mit +0.9% immerhin im positiven Bereich. Am besten war bislang die Rendite der Unternehmensanleihen. Bekanntlich setzen wir für unsere Kundschaft fast ausschliesslich auf Unternehmensanleihen. Die entsprechenden Gefässe liegen seit Jahresbeginn bei +1.8% bis +2.5%.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→↗	Die Renditen sind in die Höhe geschneilt. Die zweijährigen Staatsanleihen werfen eine Rendite von 1.3% (Schweiz), 3.1% (Deutschland) und 4.8% (USA) ab.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Die Renditezuschläge auf den Staatsanleihen sind im Segment der besten Bonitäten weniger interessant als im renditestarken BBB und BB Bereich.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Risikoadjustiert bleiben diverse hybride Anleihen weiterhin wertvolle Portfolio-Diversifikatoren; mancherorts sogar attraktiver als die zugrundeliegende Aktie.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Unternehmensanleihen bleiben attraktiv

<p>1 Aid & Relief</p> <p>World leading provider of humanitarian logistics to warzones or the developing world with need of Aid & Relief; demand uncorrelated to broader macroeconomic environment</p>	<p>2 Food & Additives</p> <p>Delivery of shipments of sensitive products while providing quality control e.g. GDP certified along all stages including cold-chains; limited demand correlated to broader macroeconomic environment</p>	<p>3 Pharma & Healthcare</p> <p>Reliable delivery of pharmaceuticals and medical equipment with high quality and security as well as high cold-chain integrity; limited demand correlated to broader macroeconomic environment</p>	<p>4 General Manufacturing</p> <p>Transportation solutions for high value products and spare-parts for global manufacturing companies. Broad portfolio of material suppliers require high degree of customisation</p>	<p>5 Industrial Projects</p> <p>Transportation of over-dimensioned, heavy cargo or turnkey solutions to project sites; benefits from renewable growth. Strong capabilities for projects that require multi-modal solutions, crossing several jurisdictions and locations</p>	<p>6 Fashion & Retail</p> <p>Specialist transportation of textiles and apparel, as well as consumer goods, with integrated PO and warehouses. Works with physical retail and e-commerce customers, that meet the specific needs for transparent and on-time deliveries</p>	<p>7 Automotive Special Logistics</p> <p>Transportation of new car models to test facilities or events with high discretion and security. Offers 24/7 coverage for special assignments e.g. transport of display cars to fairs or secret prototypes for testing</p>	<p>8 Government & Defence</p> <p>Logistics for Danish Defence and NATO; demand uncorrelated to broader macroeconomic environment. Provides specialised solutions to meet stringent security requirements and complex delivery needs</p> <p>- Recently established vertical, in discussions with several Government & Defence Organisations</p>
--	---	---	--	---	---	--	---

«Aid & Relief» ist das wichtigste Segment für SGL International (Bildquelle: Scan Global Logistics International)

Während im Februar die allermeisten Anleihensmärkte erhebliche Einbussen erzielten, vermochten sich unsere Unternehmensanleihen gut zu stabilisieren. Das gilt sowohl für den Credit Opportunities Fund (COF) mit +2.5% wie auch für den Zugerberg Income Fund (ZIF) mit +1.8%. Beide Lösungen erzielten damit seit Jahresbeginn eine deutlich höhere Rendite als passive Gefässe.

Weshalb wir uns dem allgemeinen Markttrend entziehen können, liegt in der Natur unserer Selektion. Wir gehen dabei jeweils von Unternehmen aus, welche mit Anleihen den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen. Dabei prüfen wir genau, aus welchen Gründen ein Unternehmen sich nicht auf flexiblere Kredite der eigenen Hausbanken abstützt und – wo es zu einer Kombination mit Anleihen kommt – in welcher Form die Anleihen genau strukturiert sind. Das führt jeweils zu einer grossen Menge an analytischen Überlegungen.

Ein Beispiel aus dem Monat Februar ist die Firma Scan Global Logistics, die wir seit vielen Jahren beobachten. Häufig sind uns derartige Unternehmen auch bekannt, weil wir die Branche, die derzeit wieder mit fallenden Preisen und Margen zu kämpfen hat, genau verfolgen. Die disziplinierte Unternehmensanalyse umfasst stets eine Markt- und Konkurrenzanalyse. Jedenfalls ist Scan Global Logistics kürzlich vom reputierten Private Equity Flaggschiffonds von CVC übernommen worden. Um diese Transaktion zu finanzieren, gelangte der Fonds direkt an den Kapitalmarkt, löste bestehen-

de Anleihen (2024, 2025) ab, emittierte eine neue mit einer deutlich längeren Laufzeit (März 2028) und einer attraktiven Rendite. Wir übernahmen eine stattliche Tranche in Euro und sicherten diese in Schweizer Franken ab.

Globale Logistikkösungen sind nach wie vor ein verzettelter Markt, obschon die Anforderungen immer anspruchsvoller werden. Die global grössten 20 Logistik-Anbieter wie die Deutsche Post/DHL Group, Kühne+Nagel, DSV/Panalpina und eben SGL vereinen nicht mehr als 35% Marktanteil auf sich. Somit verbleiben ihnen noch viele Möglichkeiten, organisch und akquisitorisch zu wachsen. Aber man muss aufpassen, nicht auf das falsche Pferd zu setzen.

Einige Kunden von SGL erkennt man an den Logos. Andere wiederum erscheinen nicht gross in der Kapitalmarkt-Öffentlichkeit. Das Welternährungsprogramm beispielsweise stützt sich auf die Logistik von SGL ab, wie zahlreiche weitere Kunden im SGL-Bereich «Aid & Relief». Das beinhaltet eine Komplexität in der zeitkritischen Leistungserfüllung (Nulltoleranz gegenüber Verzögerungen), welche ein Grossteil der Konkurrenz gar nicht zu erbringen in der Lage ist. Damit ist das entsprechende Geschäft margenstabil und einem geringeren Preiswettbewerb ausgesetzt als logistische Lösungen um einen Standard-Baustein. Generell lässt sich ergänzen, dass ESG tief in der DNA der Logistikgruppe SGL verankert ist. Das ist für uns stets ein weiterer, wichtiger Analysepunkt, bevor wir in Anleihen investieren.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	+1.8%	+2.5%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-12.0% (-2.7%)	+22.8% (+2.0%)
Anteil positiver Renditemonate	57%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	248 BP (-8 BP)	617 BP (-250 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Immobilienwerte leiden, Infrastruktur prosperiert



Terminal am Vinci Airport London Gatwick (Bildquelle: stock.adobe.com)

Die steigenden Zinssätze setzen den Immobilienaktien und Immobilienfonds zu. Im den vergangenen 12 Monaten sind die Kapitalkosten für Kreditnehmer so schnell gestiegen wie seit über 40 Jahren nicht mehr. Die jüngsten Wirtschaftsdaten deuten darauf hin, dass die Zinssätze wahrscheinlich noch länger höher bleiben werden als vor kurzem noch erwartet. Dem unvorteilhaftesten Risiko-Ertrags-Verhältnis für Immobilien und Immobilienaktien stehen die verbesserten Aussichten für Infrastrukturaktien gegenüber.

Der Swiss Real Estate Shares Index beendete die ersten zwei Monate im Jahr 2023 bei -0.6%. Das ist der Durchschnitt aller Schweizer Immobilienaktien und umfasst die beiden Flaggschiffe Swiss Prime Site und PSP Swiss Property. Bei beiden Unternehmen stehen die Aktien, die wir in den letzten Monaten verkauft haben, auch in diesem Jahr unter Druck und liegen rund 20% unter ihrem Höchst vom späten Frühjahr 2022.

Ein weiterer Index betrifft die Schweizer Immobilienfonds (SWIT). Dieser liegt nach zwei Monaten bei +1.5% und liegt nun wieder auf demselben Niveau wie vor drei Jahren. In Phasen von steigenden Zinsen werden insbesondere institutionelle Anleger vorsichtig mit Neuinvestitionen. Praktisch alle Immobiliengefässe sind heute um Neugeld dankbar.

Im Ausland hat der Abfluss aus Immobilienfonds teils ein Ausmass angenommen, dass Schritte unternommen wurden, um die Gefässe zu schliessen und um die verbleibende Kundschaft zu schützen. Flösse allzu viel Kapital gleichzeitig aus einem Immobilienfonds, sieht sich dieser zu raschen Verkäufen gezwungen, was den labilen

Immobilienmarkt in einer Krise vollends in Schwanken bringen kann.

Dagegen blicken unsere Infrastrukturaktien einer prosperierenden Zukunft entgegen. Nach einem sehr guten Start im Januar erhöhten sich im Februar Aktienkurse der BKW (+5%), Veolia und Vinci (je +4%) sowie des Flughafens Zürich (+3%).

Veolia bietet ein optimiertes Ressourcenmanagement an, entwickelt und liefert langfristige, nachhaltige Lösungen für das Wasser-, Abfall- und Energiemanagement. Der Kapitalmarkttag war ein Katalysator für die Aktien. Es gibt nicht viele Unternehmen, die derart stark zukunftsgerichtet sind wie Veolia. Immer mehr lässt sich Energie aus bereits bestehenden Infrastrukturobjekten der Abwasserreinigung (Biogas) und der Kehrichtverbrennung (Fernwärmeanlagen) gewinnen. Veolia zählt zu den globalen Leaders in der Umwelttechnik und ist damit in einem Markt tätig, der noch viele Jahre mit Rückenwind verbunden sein wird. Dennoch ist die Aktie weiterhin moderat bewertet und wirft eine Dividendenrendite von rund 4% ab.

Bei Vinci ist die Zuversicht derart, dass der Aktienkurs im Februar ein neues Allzeithoch erzielte. Der Konzern ist in der baubezogenen Produktion, Finanzierung, Management, Betrieb und Wartung öffentlicher Infrastrukturen tätig. Das Portfolio reicht von Strassen- und Bahninfrastruktur über Flughäfen bis zu Autobahnen – und dies in 120 Ländern. Vinci Energies zählt zu den marktführenden Unternehmen in der Schweiz, Vinci Airports wie London Gatwick gibt es insgesamt 45. Auch hier liegt die Dividendenrendite bei rund 4% und damit deutlich höher als die Ausschüttungsrendite eines Schweizer Immobilienfonds.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→	Die goldenen Zeiten, in denen man mit einem Immobilienkauf kaum etwas falsch machen konnte, sind vorerst vorbei. Die Marktsituation hat sich verändert.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	→	Gemäss CSL ist der Büromarkt im Wirtschaftsraum Zürich mehr als ein Drittel der gesamten Schweiz. Trotz höherer Kapitalmarktzinsen sinken da die Mieten.
Immobilienfonds CH	→	→	Immobilieninvestoren sollten vorsichtig bleiben. Es kommen immer mehr Immobilien an B- und C-Lagen auf den Markt – zu überhöhten Preisen.
Infrastruktur	↗	↗	Unsere Infrastrukturaktien entwickeln sich seit Jahresbeginn ausgezeichnet: Flughafen Zürich (+19%), Veolia (+18%) und Vinci (+16%) sind die Leader.

Aktien

Kein klarer Richtungstrend im Februar

Der Swiss Market Index fiel im Februar um 1.7% auf +3.4% seit Jahresbeginn zurück. Stärker fiel der Rückgang bei den US Aktien aus. Der Dow Jones büsste satte 4.2% ein, der breite S&P500 (-2.6%) und der Tech-Index Nasdaq (-1.1%) glitten ebenfalls zurück. Dagegen konnten viele europäische Aktienmärkte zulegen, in Deutschland (+1.6%) weniger deutlich als in Frankreich (+2.6%). Der breite Stoxx Europe 600 (+1.7% auf +8.8% seit Jahresbeginn) legte ebenfalls zu.

Wir sind mit unserer Selektion in den ersten zwei Monaten aussergewöhnlich gut gelegen und haben die entsprechenden Indizes deutlich übertroffen. Wir betrachten die amerikanischen Märkte im Generellen für überbewertet und sind dort nur mit wenigen ausgewählten Unternehmen engagiert. Wir bleiben überzeugt davon, dass sich das Risiko-Rendite-Verhältnis auf den europäischen Aktienmärkten weiterhin vorteilhafter erweisen wird.

Das hängt einerseits mit der wirtschaftlichen Erholung im Süden Europas zusammen. Andererseits beeinflusst das starke Wachstum in Asien die exportorientierte europäische Wirtschaft mehr als die binnenmarktorientierte US Wirtschaft. Das US Konsumentenvertrauen ist im Februar aufgrund von Sorgen über die Aussichten für Arbeitsplätze, Einkommen und Geschäftsbedingungen zurückgegangen. Die US Immobilienpreise fielen unterdessen den sechsten Monat in Folge, und die US Treasuries bieten relativ attraktivere Renditen im Vergleich zu den US Aktien.

Anders sieht die Ausgangslage in Europa aus. Hier sind die Zinskurven nicht invertiert und die Leitzinsen werden nie die Höhe wie in den USA erfahren. Es findet ein reger wirtschaftlicher Handel statt bei zunehmend moderateren Inflationsraten. Indien entwickelt sich vorteilhaft, und insbesondere die chinesische Wirtschaft zeigt Anzeichen für eine stärkere Erholung, nachdem die Covid-Beschränkungen aufgehoben wurden. Das verarbeitende Gewerbe verzeichnete den stärksten Anstieg seit mehr als zehn Jahren, der Dienstleistungssektor legte zu und der Immobilienmarkt stabilisierte sich. Die PMI-Zahlen ergänzen andere Anzeichen für einen Aufschwung in

der Wirtschaft, was sich positiv in der Erwartungshaltung zahlreicher europäischer Unternehmen niederschlägt.

In diesem Kontext erscheint es nur logisch, dass sich europäische Unternehmen gut entwickeln. In der Baubranche sehen wir unsere bevorzugten Unternehmen wie Saint Gobain (+23% seit Jahresbeginn), Holcim (+21%) und Sika (+19%) auf einem strukturell interessanten, margenträchtigen Wachstumspfad. Das gilt im auch für die Premiummarke Mercedes-Benz (+18%), der weiterhin zahlreiche interessante Entwicklungsschritte bevorstehen.

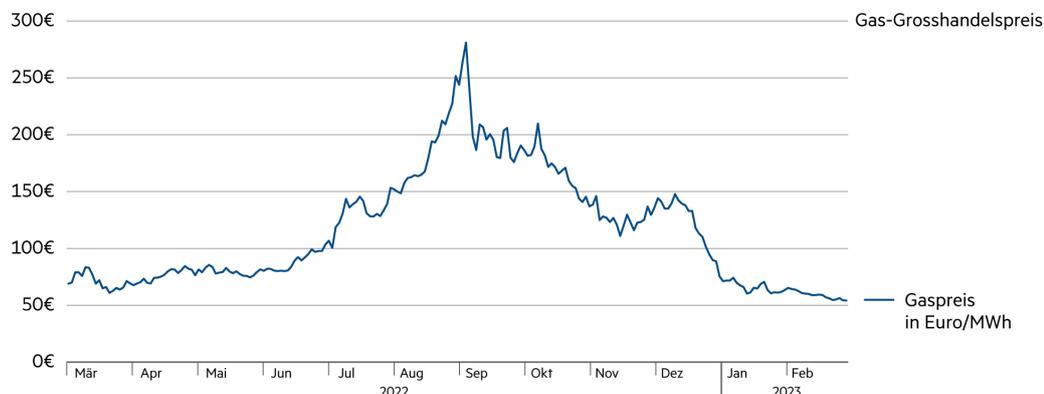
Erfreulich bleibt auch weiterhin der Ausblick für Swiss Life. Das Unternehmen hat erneut einen starken Jahresabschluss abgeliefert. Deutlich verbessert hat sich das Fee-Geschäft (+13% in einem wirtschaftlich anspruchsvollen Jahr, +47% im Asset Management für Drittkunden!), das auch weiterhin stark vorangetrieben werden soll. Swiss Life ist der grösste europäische Immobilieninvestor, und die damit verbundenen Kenntnisse und Erfahrungen machen Swiss Life zu einem spannenden Geschäftspartner. Im vergangenen Jahr kam die Aktie unter Druck, weil Analysten einen Einbruch im europäischen Immobiliengeschäft erwarteten. Die Angst erwies sich als unbegründet. Wir behielten unsere Position bei und profitierten mit der Kundschaft von einer stark erhöhten Dividende von 25 Franken auf 30 Franken pro Aktie (Rendite: 5.1%).

Der grösste Anleger Europas ist inzwischen Kunde von Swiss Life geworden. Der norwegische Staatsfonds NBIM hat jüngst zwei Transaktionen mit Swiss Life abgewickelt: Einerseits die 11'000 m² grosse Büroimmobilie an der berühmten Boulevard Haussman im Zentrum von Paris. Es gibt ein zweites Objekt, in der NBIM und Swiss Life gemeinsam investieren: VoltAir in Berlin-Alexanderplatz im Umfang von 457 Millionen Euro. Da geht es ebenfalls um ein interessantes Objekt. Beide Transaktionen untermauern die herausragende Stellung von Swiss Life auf dem europäischen Immobilienmarkt, die weiter ausgebaut wird und die Unternehmung als langfristigen Standard-Baustein in unseren Portfolios etablieren lässt.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Die SMI-Schwergewichte Nestlé (-1% per Ende Februar), Roche (-6%) und Novartis (-5%) blieben im bisherigen Jahresverlauf im enttäuschenden Minus.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Europäische Aktien weiteten ihre Outperformance gegenüber US Aktien im Februar deutlich aus. US Aktien bleiben überbewertet, Europa unterbewertet.
Aktien USA	↔↗	↗	Dem breiten S&P500 Index droht ein weiterer schlechter Jahrgang. Noch verletzlicher erscheinen uns jedoch die Small & Mid Caps unter den US Aktien.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Der breiteste Schwellenländerindex MSCI Emerging Markets büsste im Februar die Rendite vom Januar ein und beendete den Monat praktisch auf dem Jahresanfang.

Alternative Anlagen

Rückläufige Gaspreise



Gas-Grosshandelspreise in den vergangenen 12 Monaten (Quelle: Netherlands TTF Gas Forward 1 Year, Amsterdam | Grafik: Zugerberg Finanz)

Das herausragende Ereignis im zu Ende gehenden Winter in Europa sind die massiv gesunkenen Gas- und Strompreise. Vor einem halben Jahr hätte man diese Entwicklung in ihrer Stärke nicht erwarten können. Plötzlich müssen die Unternehmen über die Bücher, denn am Spotmarkt erhalten sie Energie so günstig wie nie zuvor in den vergangenen zwölf Monaten.

Die Rohölpreise bewegen sich seit drei Monaten um 83 Dollar herum seitwärts. Das ist 35% tiefer als Mitte März 2022 und bleibt damit eine wichtige disinflationäre Komponente, die in den nächsten Monaten die Inflationsraten in Europa nach unten senken wird.

Die Ölhändler fürchteten sich zuletzt vor der Flut von Makroindikatoren. Die Furcht vor weiteren geldpolitischen Massnahmen der Zentralbanken zur Inflationsbekämpfung hält alle Risikomärkte in der Defensive. Angesichts der Anzeichen für eine steigende Rohölnachfrage in Asien sowie der Spekulationen über weitere russische Förderkürzungen ist die Preisstabilität umso erstaunlicher.

Die Gas-Notierungen in Europa liegen tief. Mit rund 53 Euro pro Megawattstunde (in der zweiten August-Hälfte 2022 wurde bis zu knapp 300 Euro bezahlt) sind die Preise auf der Grosshandelsplattform TTF praktisch auf den tiefsten Monatsdurchschnitt der vergangenen zwölf Monate gefallen. Bei den Strompreisen im Grosshandel sind ähnliche Entwicklungen erkennbar. Auf den globalen Gasmärkten

wird die Unsicherheit wahrscheinlich bis zum Sommer 2023 hoch bleiben.

Der Wettbewerb um Flüssiggas («LNG») könnte 2023 zunehmen, wenn Chinas LNG-Nachfrage aufgrund der wirtschaftlichen Erholung ansteigt. Europa wird trotz des wahrscheinlichen Rückgangs der Gasnachfrage weiterhin grössere LNG-Zuflüsse benötigen, um seinen Gasmarkt auszugleichen. Das Niveau der Kernenergieerzeugung in Frankreich (wo inzwischen wieder 44 von 56 Kernkraftwerken in Betrieb sind) sowie Japan und Südkorea wird im Jahr 2023 eine wichtige Rolle auf dem globalen Energiemarkt spielen.

Zwölf Jahre nach einer der schlimmsten Nuklearkatastrophen der Geschichte, die Japan erschütterte und die Öffentlichkeit gegen die Atomenergie aufbrachte, ermutigt eine weltweite Energiekrise das Land, seine Reaktoren wieder in Betrieb zu nehmen. Angesichts steigender Heizkosten in diesem Winter und durch die Inbetriebnahme vieler Klimaanlage in einem schwülen Sommer, in dem man sich vor Stromausfällen fürchtete, denken immer mehr Menschen in Japan über die Vorteile billiger und stabiler Energie nach. Sogar einige derjenigen, die in der Nähe von Kernkraftwerken wohnen, sehen über ihre Angst vor einer weiteren radioaktiven Katastrophe hinweg.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→↗	↗	Der Bloomberg Commodity Index hat gegen Ende Februar 2023 den tiefsten Punkt in den vergangenen 12 Monaten erreicht, 23% unter dem 12-Monats-Höchst.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Gold büsste im Februar 5% ein (1'826 Dollar/Unze Feingold). Der sinkende Bestand der grössten Gold-ETF untermauert die zögerliche Investoren-Haltung.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Versicherungsbezogene Risiken bleiben interessant. Auch deshalb ist der Kurs von Swiss Re seit Mitte Oktober 2022 um mehr als 40% angestiegen.
Private Equity	→↗	↗	Die kotierten Private Equity Gefässe haben im Jahr 2023 bereits klar zugelegt, z. B. Mutares (+13%), Princess Private Equity (+14%) und HBM (+9%).

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)					
		28.02.2023	02/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
Aktien							
SMI	CHF	11'098.4	-1.7%	+3.4%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'303.5	-1.3%	+4.1%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'365.1	+1.3%	+11.1%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'267.9	+2.3%	+13.0%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	27'478.4	+3.0%	+16.7%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'876.3	+1.6%	+7.5%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'238.4	+1.5%	+12.5%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	32'656.7	-2.1%	+0.2%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	3'970.2	-0.5%	+5.1%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	11'455.5	+1.0%	+11.3%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	27'445.6	-1.6%	+3.2%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	58'962.1	+0.1%	-1.4%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'714.6	-0.4%	+6.0%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	964.0	-4.5%	+2.5%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.0	-1.6%	-0.1%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	177.3	-2.8%	+0.2%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	317.6	-1.7%	+1.7%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	254.5	-2.5%	+0.2%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	161.8	-1.6%	+1.4%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	141.6	-2.7%	-0.6%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	172.9	-2.4%	-0.2%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	173.5	-0.7%	+0.9%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	182.0	-3.6%	-0.1%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	550.1	-1.6%	+1.7%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	156.2	-1.6%	+0.5%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	268.8	-0.2%	+2.8%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	55'340.6	-2.6%	0.0%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	106.2	-3.0%	-4.3%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'276.4	+2.0%	+2.5%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'384.9	+1.7%	+2.9%	-3.3%	+6.7%	-2.2%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9422	+2.8%	+1.9%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9965	+0.1%	+0.7%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.6919	-1.7%	-1.9%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1327	+0.4%	+1.3%	-9.3%	+1.9%	-5.7%

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 entsprechende 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 28.02.2023; Wirtschaftsdaten per 28.02.2023; Wirtschaftsprognosen vom 28.02.2023; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.