



Wilersee bei Finstersee Menzingen, Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Die Rezession ist erneut verschoben

Die von vielen vorhergesagte Weltwirtschafts-Rezession («wir sind mitten drin») ist ein weiteres Mal verschoben. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) der USA befindet sich anfangs des dritten Quartals auf einem Wachstumspfad von gegenwärtig annualisiert rund +2%. Die asiatische Wirtschaftsregion von Indien bis Südkorea ist auf einem soliden Wachstumskurs von jährlich rund +4% in den Jahren 2023 bis 2025, der von erheblichen Leitzinssenkungen begleitet wird. Die Inflation ist in Asien weniger das Problem, vielmehr der deflationäre Charakter des intensiven Wettbewerbs.

In Westeuropa ist die Wirtschaft trotz geldpolitischem Bremsmanöver leicht am Wachsen (2023: +0.6%). Die Lokomotive der letzten Jahre, Deutschland, stagniert und die Inflation liegt immer noch deutlich über dem Zielwert der Europäischen Zentralbank. Dafür wächst der Süden Europas und auch das BIP der Schweiz. Hierzulande gewann der Dienstleistungssektor an Schwung und der Arbeits-

markt blieb wie vielenorts robust. In Osteuropa liegt das Wachstum etwas höher. Da ist der Höhepunkt der Inflation schon weit zurück und entsprechend sind die osteuropäischen Zentralbanken daran, ihre Leitzinsen zu senken – wie übrigens in den meisten Schwellenländern, selbst in Lateinamerika.

Man kann es auch anders ausdrücken: Wer dem simplen Reflex, aus einer inversen Zinskurve eine Rezession abzuleiten, widerstehen konnte, hat bislang ein gutes Portfolioergebnis erzielt. Wer aufgrund der Rezessionsängste die Aktien untergewichtet und die Tech-Aktien sogar ausgeklammert hat, kam im ersten Halbjahr kaum auf einen grünen Zweig. Im Hinblick auf die zweite Jahreshälfte wird es darum gehen, die erzielten Erfolge zu sichern und weiter auszubauen. Denn insbesondere auf den Anleihensmärkten lockt ein attraktives Risiko/Ertrags-Potenzial, das wir ausschöpfen möchten.

Im ersten Halbjahr wurden Risiken belohnt

Im ersten Halbjahr fiel die Rendite des zehnjährigen Eidgenossen von 1.5% auf 0.9%. Mit einer derartigen Wiederholung wird im zweiten Halbjahr nicht gerechnet. Aber immerhin lässt sich festhalten, dass mit Anleihen im ersten Halbjahr etwas Boden wettgemacht werden konnte. Weitaus grösser war jedoch der Einfluss von Aktien. Der Swiss Market Index (SMI) war mit 11'280 Punkten (+5.1%) zwar klar schlechter als der Weltaktienindex (MSCI ACWI Index +9.5% in Franken): Wir hielten in diesem Umfeld die Aktienquote neutral und liessen die Gewinner ohne sogenannte «Rebalancings» laufen. Das führte im ersten Halbjahr zu Portfoliorenditen, die umso höher lagen, je höher die Aktienquote (respektive die Quote aller Sachwerte) war.

Die Aktienquote wird vorderhand weiterhin neutral gehalten. Allerdings kann auf eine sich verschlechternde wirtschaftliche Entwicklung rasch reagiert werden. Balancierte Portfolios liegen seit Jahresbeginn eindrucksvoll im Plus (z. B. Revo2 +6.0%, Revo3 +7.7%). Portfolios mit einem noch höheren Anteil an Sachwerten (Aktien, Immobilien-, Infrastruktur- und Privatmarktanlagen) liegen noch stärker im Plus (z. B. Revo4 +9.0%, Revo5 +10.3%). Die auf Dividenden ausgerichteten Lösungen überzeugen ebenfalls mit stolzen Renditen (z. B. RevoDividenden +12.0% seit Jahresbeginn). In den Freizügigkeitslösungen bestätigten sich die Bilder, aber angesichts der höheren Quote von illiquiden Anlagestiftungen trifft eine Bewertungsanpassung (z. B. von Immobilien- und Infrastrukturanlagen) stets um einige Monate verzögert ein.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juni 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	+0.0% →	+2.8% ↗
Zugerberg Finanz R2	+0.7% ↗	+5.4% ↗
Zugerberg Finanz R3	+0.7% ↗	+7.0% ↗
Zugerberg Finanz R4	+1.0% ↗	+8.5% ↗
Zugerberg Finanz R5	+1.1% ↗	+6.9% ↗
Zugerberg Finanz RDividenden	+1.1% ↗	+10.9% ↗
Zugerberg Finanz Revo1	-0.2% ↘	+2.8% ↗
Zugerberg Finanz Revo2	+0.4% ↗	+6.0% ↗
Zugerberg Finanz Revo3	+0.5% ↗	+7.7% ↗
Zugerberg Finanz Revo4	+0.6% ↗	+9.0% ↗
Zugerberg Finanz Revo5	+0.7% ↗	+10.3% ↗
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+1.3% ↗	+12.0% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.1% ↗	+1.1% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+1.4% ↗	+1.1% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+1.7% ↗	+1.5% ↗

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juni 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.2% ↘	+0.9% ↗
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.1% ↗	+2.2% ↗
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.5% ↗	+3.8% ↗
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.6% ↗	+4.9% ↗
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.7% ↗	+6.2% ↗

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Juni 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.2% ↘	+2.8% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.4% ↗	+6.0% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.5% ↗	+7.7% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.6% ↗	+9.0% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.7% ↗	+10.3% ↗
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+1.3% ↗	+12.0% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.1% ↗	+1.1% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+1.4% ↗	+1.1% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+1.7% ↗	+1.5% ↗

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

Makroökonomie

Verhaltenes Wachstum in der zweiten Jahreshälfte



Zürich, Rennweg, 6 Juli 2023 (Foto: zVg)

Die Industrieländer verzeichneten im ersten Halbjahr 2023 ein unterdurchschnittliches Wirtschaftswachstum, und die Wachstumsaussichten bleiben nach dem stärksten geldpolitischen Bremsmanöver der letzten Jahrzehnte verhalten. Der Inflationsdruck nimmt ab, und aus dem asiatischen Raum entsteht ein deflationärer Druck. Unmittelbar nach der Pandemie erfolgte vielerorts ein Lageraufbau. Durch die intakten Lieferketten wird die Lagerhaltung derzeit eher wieder reduziert und frühzeitige Sommer-Ausverkäufe produziert.

Selbst wenn sich das Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte eher verhalten entwickeln sollte, steht keine weltwirtschaftliche Rezession an. Während asiatische Volkswirtschaften insgesamt noch immer stark wachsen (mit einer Wachstumsrate von rund +4% p. a.), wächst Nordamerika aktuell um rund +2%. In Europa liegen die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts häufig zwischen 0% (Deutschland) und +1% (Schweiz). Der Süden Europas wächst dank dem Tourismus stärker.

Die konjunkturelle Abkühlung, die in der zweiten Jahreshälfte erwartet wird, drückt sich in tieferen langfristigen Zinsen aus. Diesen nehmen zudem den Trendverlauf der Inflation vorweg. Massiv tiefere Produktionspreise in China sorgen sogar für Preissenkungen. Die bescheidenen Wachstumsraten dürften sich im Laufe der Jahre 2024 und 2025 wieder etwas erholen. Dabei spielt der robuste Arbeitsmarkt eine wichtige Rolle. Das hilft, um die teuerungsbedingten Kaufkraftverluste und die restriktiveren Finanzierungsbedingungen zu kompensieren.

Wie in der Vergangenheit sind die Herausforderungen auch heute mannigfaltig. Zu den grossen Themenfeldern gehören die überdurchschnittliche Inflation in westlichen Industrienationen, fehlende qualifizierte Arbeitskräfte und der damit einhergehende Lohndruck, geopolitische Verschiebungen und damit risikomindernde, mehrkostenerzeugende Massnahmen wie beispielsweise stabile Lieferketten (z. B. durch Near-Shoring, Friend-Shoring usw.).

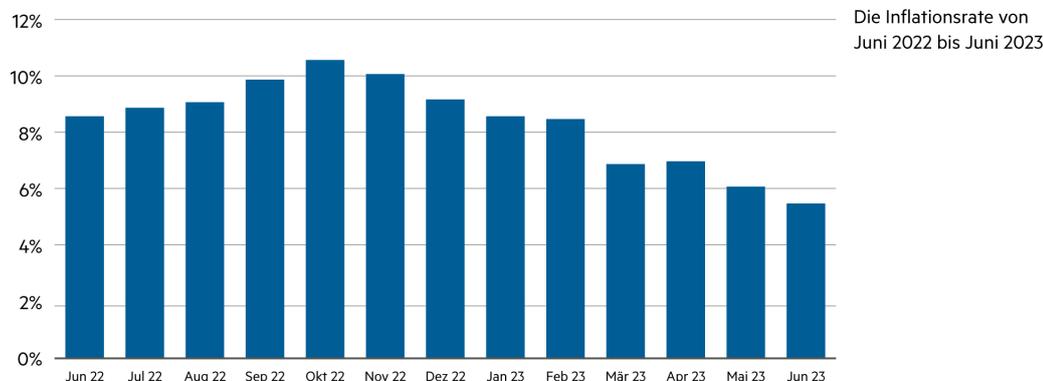
Auch in der Digitalisierung, in der Dekarbonisierung und im Einsatz effizienzsteigernder Künstlicher Intelligenz stehen Herausforderungen an. Diese sind mit Investitionen und Wachstum verbunden. Zugleich gilt es die finanzielle Balance angesichts erhöhter Finanzierungskosten zu bewahren. In Europa stehen wir auch energiepolitisch und demografisch wohl vor einem historischen Strukturwandel.

Die Zukunft braucht Innovationen. Das wird vieles verändern. Wir werden uns ändern müssen. Denn dann kann der Wandel eine Chance sein, um den Wohlstand zu halten und längerfristig auszubauen. Aber wohin dies genau kurz- und mittelfristig führt, bleibt ungewiss. Das sieht man auch am Beispiel der Immobilienmärkte, wo man das veränderte Umfeld (höhere Finanzierungskosten, fundamental veränderte Nachfrage) ebenfalls spürt. Über die letzten Quartale hat sich das Preiswachstum bei den Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen deutlich verlangsamt, während die Preise für Mehrfamilienhäuser spürbar zurückgegangen sind. Bei zahlreichen Geschäftsimmobilien stehen sogar negative Wertanpassungen bevor – mit Folgen für die Bauindustrie und deren Zulieferer.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	→↗	↗	Die Konsumentenpreise haben im Juni stagniert (+0.1%) und liegen nur noch 1.7% über dem entsprechenden Vorjahresmonat.
Eurozone, Europa	→↗	↗	Die jüngsten EZB Prognosen für das reale BIP lauten +1.0% (2023), +1.5% (2024) und +1.6% (2025) bei Inflationsraten von +3.0% (2024) und +2.2% (2025).
USA	→↗	↗	Amerikas Wirtschaft wächst weiterhin real mit rund +2%. Diese Resilienz ist dem robusten Arbeitsmarkt und privaten Ersparnis-Überschüssen zu verdanken.
Rest der Welt	↗	↗	Die massiven Infrastrukturbauten der vergangenen Jahre legen sprichwörtlich den Boden für eine zunehmende Dynamik in der Volkswirtschaft in Indien.

Liquidität, Währung

Der Charakter der Inflation ändert sich



Die Inflationsrate im Euroraum von Juni 2022 bis Juni 2023, Veränderung zum Vorjahresmonat in % (Quelle: Eurostat – HVPI Inflationsrate | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im Euroraum ist die Inflation zwar immer noch hoch, doch Schritt für Schritt nähert sie sich der langfristig angestrebten Grösse von zwei Prozent. Im Oktober 2022 lag die Inflationsrate noch bei 10.6%. Im Juni war sie nach ersten Schätzungen durch das Statistikkamt Eurostat bei 5.5%. In einigen Ländern liegt sie weit darunter (Spanien: 1.6%, Griechenland: 2.7%). Auch in der Schweiz (1.7%) liegt die Inflationsrate nur noch geringfügig über dem Vorjahresniveau.

Die Inflations- und Konjunkturdaten finden weiterhin grosse Beachtung, weil man daraus neue Hinweise zur künftigen Geld- und Zinspolitik ableiten will. In den USA liegt die Inflationsrate mit 4.0% per Ende Mai beispielsweise bereits deutlich tiefer als vor einem halben Jahr. In Juni dürfte sogar erstmals wieder eine «3» vor dem Komma stehen. Die Schätzungen der Ökonomen gehen von 3.1% per Ende Juni aus.

Der wesentliche Bereich, der in den USA noch zur Inflation beiträgt, sind die Wohnungskosten, die direkt aus dem Leitzins der Federal Reserve (Fed) abgeleitet werden. Weil die Fed nicht vorwärts, sondern rückwärts blickt, dürfte sie trotz zehn Erhöhungen noch eine elfte anfügen, welche durch das eigene Handeln «notwendig» sei. Damit ist auch die Sorge verbunden, wonach die Zentralbanken inzwischen die Wachstumsrisiken unterschätzen und die Inflationsgefahren überschätzen. Das erhöht die Gefahr, den geldpolitischen Bogen zu überspannen.

Auch in der Schweiz würde die Inflation weiter fallen, wenn die

Schweizerische Nationalbank (SNB) die Leitzinsen nicht erhöht hätte. Ihre zuletzt für hiesige Verhältnisse restriktive Geldpolitik erhöht den Referenzzinssatz und damit die Mieten. Die tieferen Erdöl- und Gaspreise, die sich stabilisierenden Lebensmittelpreise und die rückläufigen Importpreise sorgen für einen deflationären Druck. Der Auftrieb aus erhöhten Mieten dürfte allerdings nicht derart stark ausfallen, dass gleich mehrere Leitzinserhöhungen anstünden. Wir rechnen jedenfalls mit einem weiteren Verlauf der Inflation im Zielband der SNB (0% bis 2%) in den kommenden Monaten und Quartalen.

Die starken Unterschiede je nach Land sind eine besondere Herausforderung für die EZB. Während im wachsenden Südeuropa die Inflationsraten ohnehin schon tief sind, betragen sie in eher stagnierenden Nationen (Deutschland) immer noch mehr als 6%. Eine einheitliche Geldpolitik für einen Wirtschaftsraum zu errichten, der regional über sehr unterschiedliche Wirtschaftsstrukturen verfügt, ist anspruchsvoll.

Damit zeigt sich auch eine weitere Herausforderung. Wenn die Fiskalpolitik von Land zu Land unterscheidet, kann eine einheitliche Geldpolitik ohnehin nie «richtig» liegen. Die fiskalischen Impulse in den Corona-Jahren setzen ihre Wirkung paradoxerweise auch in der postpandemischen Phase fort. Die Überschussersparnisse der privaten Haushalte in den USA wird beispielsweise auf über 2'000 Milliarden Dollar und damit annähernd zehn Prozent des BIP geschätzt. Diese Finanzpolster stabilisieren trotz dem geldpolitischen Bremsmanöver die gesamtwirtschaftliche Nachfrage bis heute.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	→↗	→	Die Finanzpolster stabilisieren die gesamtwirtschaftliche Nachfrage bis heute. Das gilt nicht nur für die USA, sondern auch für Europa und damit für die Schweiz.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Laut EZB sind die Inflationserwartungen von Konsumenten im Euroraum auf Sicht von 12 Monaten und 3 Jahren deutlich zurückgegangen. Das stärkte den Euro.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Der Abwertungsdruck bleibt, weil: Um weiterhin einen sicheren, glaubwürdigen Anker zu bieten, muss die Geldpolitik im Kampf gegen die Inflation überzeugen.
Euro / US-Dollar	→↗	↗	Im Juni legte der Euro zu und damit endete das erste Halbjahr 2023 bei einem Kurs von 1.09 zugunsten von einem höheren Euro / Dollar Verhältnis (+1.9%).

Anleihen

Anleihen tragen wieder zur Rendite bei



Drei Anleihensfonds-Entwicklungen vom 1. Januar 2019 bis 30. Juni 2023 (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz).

Im ersten Halbjahr 2023 haben die Anleihen wieder zur Portfolio-rendite beigetragen, obschon die Leitzinserhöhungen immer noch anhalten und die Zinsstrukturkurven starke Rezessionssignale aussenden. Das Flaggschiff «Zugerberg Income Fund» hat sich im ersten Halbjahr mit einer Gesamtrendite von +1.8% klar in die bessere Hälfte der Anleihensfonds gereiht, obschon er sich fast ausschliesslich auf Unternehmensanleihen bezieht.

Das Anleihensumfeld bleibt bis zum Erreichen des «Zinsgipfels» anspruchsvoll. Dieser dürfte im dritten Quartal 2023 erreicht werden: in den USA etwas früher als in der Eurozone. In den USA begann jedoch der Leitzinserhöhungszyklus auch früher. Momentan gehen die Märkte implizit von einem letzten Zinsschritt von 25 Basispunkten in den USA am 26. Juli aus. Gegenwärtig liegt die Wahrscheinlichkeit dieser Zinserhöhung bei 91%. Damit dürfte der Zinsgipfel in der Grössenordnung von 5.4% erreicht sein. Die restriktive Geldpolitik sorgt für eine bremsende Wirkung bei der primär nachfragegeprägten Inflation.

In der Eurozone kann vorerst nicht damit gerechnet werden, dass die Europäische Zentralbank (EZB) angesichts der hohen Inflation von ihrem Straffungskurs abrücken wird. Vielmehr wird erwartet, dass es am 27. Juli (90% Wahrscheinlichkeit) und am 14. September (69% Wahrscheinlichkeit) nochmals je zu einer Leitzinserhöhung in der Grössenordnung von 25 Basispunkten kommt. Damit stiege der Tagesgeldsatz von derzeit 3.4% auf 3.9% bis 4.0%. Gegenwärtig wird

erwartet, dass die Leitzinsen bis weit ins Jahr 2024 auf diesem Niveau verharren dürfte. Erst mit dem Erreichen des Zinsgipfels verbessern sich letztlich die Aussichten für Anleihen.

Soweit sind wir noch nicht. Mit einem Zinsschritt von ebenfalls 25 Basispunkten (80% Wahrscheinlichkeit) rechnet man anlässlich der geldpolitischen Lagebeurteilung durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) am 21. September. Damit läge der Zinsgipfel in der Schweiz bei 2.0%. Die tieferen Erdöl- und Gaspreise wirken dämpfend auf die Inflation, ebenso der starke Franken, der sich im ersten Halbjahr gegenüber dem Dollar um 3% aufgewertet hat. Die SNB hat Angst vor Zweitrundeneffekten und höheren Mieten sowie dem Inflationsdruck aus dem Ausland.

Doch das bescheidene Wachstum in der Schweiz wie auch in Europa wird den Teuerungsdruck kaum aufrechterhalten können. Die Arbeitslosigkeit wird im zweiten Halbjahr wohl eher ansteigen und die Auslastung der Produktionskapazitäten dürfte etwas zurückgehen und damit den Druck erhöhen, Preise zu senken.

Weil der CHF Obligationenmarkt nicht die Vielfalt hergibt, die man sich wünscht, um ein diversifiziertes Portfolio von Anleihen zusammenzustellen, werden die grossen Märkte in Euro und Dollar beansprucht, die Währungsrisiken im jeweiligen Fall jedoch wieder eliminiert. Deshalb müssen wir uns mit der Frage auseinandersetzen, ob das Unternehmen mit den jeweiligen Sätzen im entsprechenden Wirtschaftsraum umgehen kann.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	➔	➔➡	Die eidgenössischen Anleihen rentieren 1.2% (2 Jahre) am kurzen sowie 0.9% (10 Jahre) und 0.8% (30 Jahre) am langen Ende: So sieht eine inverse Zinskurve aus.
Unternehmensanleihen	➡	➡	Die Stärke der geldpolitischen Transmission in einer bestimmten Branche wird für die spezifische Beurteilung der Unternehmensanleihen sehr wichtig sein.
Hochzins-, Hybride Anleihen	➡	➡	Bei den Hochzins-Anleihen legen wir angesichts der unsicheren Aussichten mehr Gewicht auf Familienunternehmen und solche mit «deep pocket» Eigentümern.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Schwergewicht auf solide Unternehmen



(Quelle: Hörmann Industries, Juni 2023)

Mit der sich abzeichnenden längeren Phase von hohen Leitzinsen in Europa ist bei den Obligationenfonds ein besonderes Augenmerk auf robuste Bilanzen und auf eine zuverlässige Zinsen- und Tilgungsdisziplin zu achten. Deshalb sind sowohl im Zugerberg Income Fonds (ZIF) wie auch im Credit Opportunities Fund (COF) kleinere, aber wichtige Schritte der Risikoreduktion erfolgt. Stärker als zuvor muss auf die Qualität des Schuldners geachtet werden.

Für den Euroraum rechnen die EZB Fachleute bei der Fortsetzung ihrer restriktiven Geldpolitik für 2024 nur noch mit 3.0% und für 2025 mit 2.2% Inflationsrate. Weil auch die Kreditbanken zurückhaltender in ihrer Kreditvergabe werden, weichen Unternehmen auf den Kapitalmarkt aus und nehmen Anleihencoupons von 7%, 8% und mehr in Kauf. Neben höheren Finanzierungskosten dämpfen hohe Lohnabschlüsse die Investitionen, die in den kommenden Monaten nur sehr verhalten zunehmen dürften. Gleichzeitig gilt es, gute Ideen und Innovationen in die Tat umzusetzen. Das ist elementar für die Zukunftsfähigkeit eines weitsichtig geführten Unternehmens.

Im COF legen wir besonderen Wert auf unternehmerisch geführte Firmen. Rund die Hälfte der Anleihen stammen von Familienunternehmen und Unternehmen, hinter denen starkes, langfristig handelndes privates Beteiligungskapital steht. Ein Beispiel ist Hörmann Industries, die jüngst erst die vierte Anleihe in ihrer knapp 70-jährigen Unternehmensgeschichte emittierte. Das kapitalstarke Familienunternehmen mit einem «BB» Rating und einem Jahresumsatz von

rund 750 Millionen Euro hat nur eine Anleihe ausstehend – im Umfang von 50 Millionen Euro zu 7% verzinst, Tilgung in fünf Jahren. Es wird nur eine sehr geringe Dividende ausgeschüttet. Der allergrösste Teil des Bruttogewinns wird in zukunftsträchtige Geschäftsfelder reinvestiert. Hörmann erbringt u. a. Leistungen im Zusammenhang mit verschärften Abgasnormen, intralogistische Lagerleistungen für Konzerne wie Oetker, Kärcher, Lindt & Sprüngli und viele mehr. So wächst das bayrische Unternehmen seit der Gründung praktisch mit sehr wenig Fremdkapital.

Im COF kam es zu risikoreduzierenden Transaktionen im Immobilienbereich; zwei weitere hatten einen industriellen Hintergrund und eine Gesellschaft einen finanziellen Zweck. Erhöht haben wir eine Position beim englischen Direktversicherer «esure», hinter dem der gewichtige Investor Bain Capital steht. Sodann kauften wir je eine Anleihe von Solvay, einem bedeutenden Spezialchemiehersteller, und von Foxway. Letzterer ist führend in der Kreislaufwirtschaft, betreibt Nordeuropas grösste Plattform für den Wiederverkauf von gebrauchter Hardware (z. B. Laptops, Telefone) und ermöglicht Nachhaltigkeit in der gesamten IT-Wertschöpfungskette.

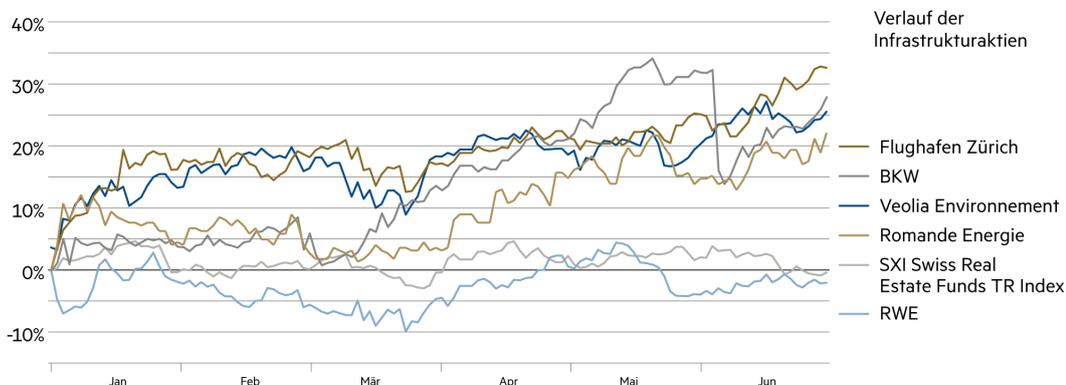
Im ZIF ist es im Juni zu mehr als einem Dutzend Transaktionen gekommen. Tendenziell wurden Anleihen veräussert von Unternehmen, in denen wir kein Wertsteigerungspotenzial mehr sahen und die keinen soliden Kreditausblick zu vermitteln vermochten. Somit wurde das Portfolio qualitativ verbessert, u. a. durch mehrere Zukäufe wie Orsted, Akelius Residential Property, Energias de Portugal, State Bank of India.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	+1.8%	0.0%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-12.1% (-2.5%)	+19.6% (+1.7%)
Anteil positiver Renditemonate	58%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	270 BP (-14 BP)	748 BP (-23 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Seitwärtsbewegung bei den Immobilienfonds setzt sich fort



Gesamtrendite des Schweizer Immobilienfonds-Index von 1. Januar bis 30. Juni 2023 (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Bei den Schweizer Immobilienfonds hält die Stagnation an. Der Benchmark-Index hat sich seit Jahresbeginn kaum verändert (-0.4%). Das gilt auch für die Gesamtrendite der kotierten Immobilienaktien. Der SXI Swiss Real Estate Total Return Index (+1.1%) widerspiegelt die durch die Zinserhöhungen verschlechterten Renditeaussichten. Dagegen haben sich viele Infrastrukturaktien dank der konjunkturellen Belebung im ersten Halbjahr 2023 deutlich aufwärts entwickelt.

Das Finanzierungsumfeld hat sich innert Kürze massiv verändert. Jahrelang herrschte ein andauerndes Niedrigzins- und sogar Negativzinsumfeld. Geldstabilität war in den Köpfen verankert, und die Erwartungen der Menschen über künftige Inflationsraten und Zinsen blieben sehr tief. Entsprechend kam es auch vielerorts zu Kaufentscheidungen, sich im Immobilienmarkt verstärkt zu engagieren.

Vor kurzem lag die Inflation klar unterhalb der Marke von 0%. Negative Leitzinsen und günstige langfristige Hypothekarkredite prägten das Bild. Noch im Juli 2021 konnte die mit 2.5 Milliarden Franken bewertete Allreal Holding mit ihrem ertragsstabilen Immobilienportfolio eine neunjährige Anleihe zu 0.6% aufnehmen. Innert Kürze waren die 250 Millionen Franken platziert. Die Anleihe handelt inzwischen zu 87.50, um dem veränderten Zinsumfeld Rechnung zu tragen. Allreal emittierte im April 2023 erneut eine Anleihe. Sie war wesentlich kürzer (5 Jahre) und kleiner (150 Millionen). Dennoch musste ein fixer Zins von 3.0% offeriert werden, um die Anleihe zu platzieren.

Dieses Beispiel zeigt auch den derzeitigen Unterschied zwischen

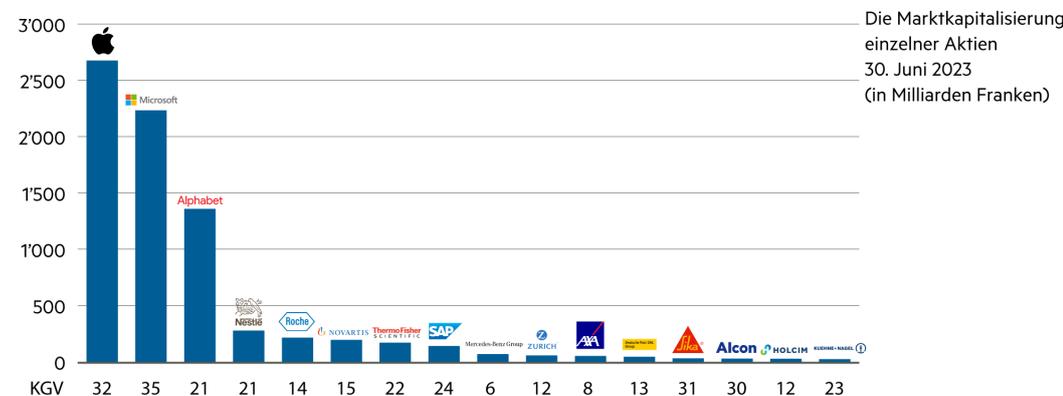
Anleihen und Aktien auf: Ein Investor in Anleihen kann über die kommenden fünf Jahre relativ sicher sein, dass er bei einem grundsoliden Immobilienunternehmen eine Rendite von 3% jährlich erzielt. Mit Immobilienaktien wird es dagegen viel anspruchsvoller, diese Rendite zu erzielen. Deshalb reduzieren einige Investoren ihr Portfolio, was die Mehrfamilienhaus-Preise sinken lässt. Finanzierungskosten von rund 3% nagen an der Ertragskraft eines Immobilienunternehmens. Zugleich sind Banken deutlich vorsichtiger geworden, Immobilienentwicklungsprojekte zu finanzieren.

Infrastruktur-Gesellschaften sind den konjunkturellen Entwicklungen stärker ausgesetzt. In einer Rezession spürt man dies genauso wie in einer konjunkturellen Belebung. Unsere Wahl von Infrastrukturunternehmen hat sich im ersten Halbjahr aussergewöhnlich gut entwickelt. Der Gesamtertrag beim Flughafen Zürich von 33% widerspiegelt das Vertrauen in die Zukunft. Gegenüber dem präpandemischen Jahr 2019 haben sich die Passagierzahlen beinahe wieder erholt. Insbesondere zeigt sich die Flughafen-Kundschaft zudem etwas ausgabefreudiger als früher und der Circle trägt zur positiven Ergebnisentwicklung bei. Der Berner Energiekonzern BKW erzielte seit Jahresbeginn ein stolzes Plus (+28%). Bis 2026 will die BKW neue erneuerbare Energien im Umfang von über 1000 Megawatt Leistung installiert haben. Mit dem Kauf von zuletzt drei Windparks in Südschweden ist sie diesem Ziel nahegekommen. In den nächsten Jahren wird die BKW auch in der Schweiz stark in erneuerbare Energien investieren. Sie verfügt über weit fortgeschrittene Projekte in der Wasser-, Wind- und Solarkraft, die jedoch noch in aufwändigen Bewilligungs- und Rekursverfahren stecken.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→↗	Die Preise für Renditeliegenschaften sind rückläufig. Dieser Prozess könnte sich im Laufe der kommenden Quartale fortsetzen, in der Schweiz aber kaum verstärken.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↘	→	In der Schweiz erhöht sich der Abwertungsdruck im kommerziellen Liegenschaftsgeschäft nur geringfügig. Jährliche Aufwertungen sind vom Tisch.
Immobilienfonds CH	→	→↗	Der SXI Swiss Real Estate Funds TR Index entwickelte sich seit Jahresbeginn in engen Grenzen seitwärts und liegt nach sechs Monaten bei +1.1%.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Durch die stärkere Infrastruktur-Inbetriebnahme stiegen die Gesamtrenditen teils zweistellig, z. B. Flughafen Zürich (+33%), BKW (+28%) und Veolia (+26%).

Aktien

Mit Demut und Disziplin in die 2. Jahreshälfte



Die Marktkapitalisierung einzelner Aktien am 30. Juni 2023 (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der SMI hat mit moderaten Bewertungen der Schwergewichte gewiss noch Potenzial nach oben. Dagegen gilt es, die Selektion weiterhin mit Demut und Disziplin voranzutreiben und das Portfolio an das unsichere konjunkturelle Umfeld anzupassen. Generell dürften die Gewinnmargen rückläufig sein, weshalb wir einen besonderen Fokus auf Margenstärke legen. Das gilt auch für die Bilanzstärke und Eigenkapitaldecke, der wir in Phasen steigender Zinsen eine hohe Priorität beimessen.

Wir bleiben weiterhin vorsichtig und diszipliniert in der Selektion von Aktien und behalten den Schweizer Heimatfokus bei einer neutralen Aktienquote bei. Überzeugende Langfriststrategien und robuste Bilanzen sowie marktführende Stellungen sind drei wichtige Selektionskriterien. Ein weiteres Kriterium ist gewiss die Bewertung. Die kann man in absoluter Grösse betrachten. Das nennt sich Marktkapitalisierung, die sich aus der Multiplikation der ausgegebenen Aktien mit dem aktuellen Kurs ergibt. Die Bewertung kann man jedoch berechnen, indem man den aktuellen Kurs ins Verhältnis mit dem erwarteten Gewinn setzt, woraus sich das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) errechnet.

Interessant ist dabei, dass die Marktkapitalisierung von Nestlé, dem weltweit grössten Nahrungsmittelkonzern, 285 Milliarden Franken beträgt. Das ist der höchste Werte im SMI, aber dennoch nur gering im Vergleich mit den grossen amerikanischen Technologiewerten. Apple wird derzeit mit rund 3'000 Milliarden Dollar (2'683 Milliarden Franken) bewertet, also knapp zehnmal mehr als Nestlé. Weitere Giganten in unseren einzeltitelbasierten Portfolios sind Microsoft (2'241 Mrd.) und Alphabet (Google, 1'366 Mrd.).

Im Gesundheitswesen bringen es Roche, Novartis und ThermoFisher auf eine Marktkapitalisierung von rund 200 Milliarden. Der vom Prämienvolumen weltgrösste Versicherungskonzern Axa ist wie Zurich Insurance mit rund 60 Milliarden bewertet, deutlich tiefer als beispielsweise die Deutsche Telekom (100 Mrd.) und der Softwarekonzern SAP (150 Mrd.) und selbst geringer als die Mercedes-Benz Gruppe (76 Mrd.). Zahlreiche Unternehmen mit einem industriellen Hintergrund wie Sika, Holcim, Alcon sowie der Logistikkonzern Kühne+Nagel (mit je rund 35 Mrd.) sind deutlich tiefer bewertet.

In unserem Indienfonds ist die grösste Position HDFC. Die grösste Bank Indiens wächst rasant, parallel zur indischen Volkswirtschaft. Die Marktkapitalisierung (160 Mrd.) ist beinahe dreimal so hoch wie jene der UBS und weltweit die vierthöchste. Die Bank verfügt über mehr als 8'300 Filialen und 120 Millionen Kundinnen und Kunden in urbanen und ruralen Gebieten.

Bei den KGV gibt es ebenfalls grosse Unterschiede. Während Mercedes-Benz (KGV von 6) und Axa (8) relativ tief gehandelt werden, liegt dieses bei Apple (32) und Microsoft (35) viel höher. Ob diese Unterschiede gerechtfertigt sind, wird die Zukunft weisen. Während das moderne Automobil immer stärker zur softwaregesteuerten Technologie in einer Komfortzone auf vier Rädern mutiert, gibt es im Smartphone-Bereich gewisse Ermüdungserscheinungen hinsichtlich der fundamentalen Innovationskraft.

Übrigens: Roche war viele Jahre ein Aushängeschild auf dem globalen Pharmamarkt und wurde mit einem KGV von 30 bewertet. Gegenwärtig liegt es noch bei 14.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→↗	↗	Die defensiven Schwergewichte haben im ersten Halbjahr kaum zulegen können. Nestlé, Roche, Zurich Insurance dürften zu ihrer relativen Stärke zurückfinden.
Aktien Eurozone, Europa	→↗	↗	Mit diversen Titeln haben wir zweistellige Gesamtrenditen im ersten Halbjahr erzielt, u. a. mit SAP (30%), Mercedes Benz (+28%) und Saint-Gobain (+25%).
Aktien USA	→↗	↗	Wir erwarten eine abkühlende Stimmung in den kommenden Monaten, weil die erhöhten Leitzinsen immer stärker die jeweiligen Erfolgsrechnungen prägen.
Aktien Schwellenländer	→↗	↗	Chinas Aktienmärkte verloren im ersten Semester 7% bis 9%. Die indischen Aktienmärkte legten bei zunehmend verbesserten Aussichten dagegen rund +5% zu.

Alternative Anlagen

Die Klimarisiken nehmen zu



Globale Risikolandschaft 2021 (Quelle: World Economic Forum, Davos 2021 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Man braucht kein Prophet zu sein, um wahrzunehmen, dass die Schäden aus klimabezogenen Ereignissen (Dürre, Feuer usw.) in den letzten Jahren zugenommen haben. In der Risikolandschaft sind jene Risiken, die am wahrscheinlichsten eintreffen und den höchsten Schaden errichten, fast durchwegs klimabezogene Risiken. Im Pandemiejahr 2021 haben sich einzig noch die Infektionskrankheiten wie Covid unter die schlimmstmöglichen Risiken gemischt.

Mittlerweile sind die Versicherungsunternehmen und ihre Rückversicherer so weit, dass sie gewisse Schäden nicht mehr versichern. Zwei der grössten Versicherer weigern sich mittlerweile, in Kalifornien mit seinen über 40 Millionen Einwohnern neue Gebäudeversicherungen abzuschliessen. Andere Assekuranzriesen schränken zumindest ihre Geschäfte ein. Der Exodus der Versicherer hat einen regulatorischen Hintergrund. Der rapide Anstieg der Katastrophenrisiken machte neue Policen nicht mehr tragbar, denn in Kalifornien setzte der Regulator eine eigenartige Gesetzmässigkeit durch. Die Versicherungsbehörde genehmigte risikoadäquate Prämienanhebungen nicht.

Der kalifornische Regulierer ist ein politisch besetztes Gremium ohne ökonomische und ökologische Sachkunde. Er verlangt vielmehr, dass die Verluste der letzten 20 Jahre zum Massstab für die

Prämienberechnungen werden. Den Versicherern ist es verboten, Prognosemodelle zu machen, die u. a. Klimatrends, Vegetationsveränderungen und Änderungen der Landnutzung berücksichtigen. De facto nimmt aber die Zahl der Häuser und Wohngebiete an Waldbränden zu, und wegen der lang andauernden Dürreperioden breiteten sich Feuer zuletzt viel schneller aus und «verschlingen» deutlich mehr Bäume und Gebäude. Von den 20 grössten Waldbränden Kaliforniens fanden die grössten und versicherungsrelevantesten acht in den letzten sechs Jahren statt, nicht in den 14 Jahren zuvor.

Weil die Versicherer auf die steigenden Klimarisiken nicht reagieren dürfen, sind die Folgen fatal. Zudem ist den Versicherern untersagt, Rabatte zu gewähren, wenn Hausbesitzer feuerfeste Baumaterialien verwenden, trockenes Buschwerk entfernen und eine vegetationslose Schutzzone rund um Haus bilden. Weil sich die echte Brandgefahr nicht in der Prämie niederschlägt, geht das Bauen am Wald oder gar mitten im Wald weiter. In diesem riesigen Bundesstaat mit notorischer Wohnungsnot wird weiterhin in Zonen mit grösster Brandgefahr gebaut. Man zählt auf die Feuerwehr, die sich selbst immer wieder den Gefahren aussetzt, insbesondere in den Übergangszonen zwischen Forstgebieten und urbanen Räumen. Aber das kalifornische vergangenheitsorientierte Prämiendenken setzt sich ansonsten nirgends durch.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Die Rohölnotierungen fielen zuletzt auf unter 70 Dollar pro Fass WTI (-33% innert einem Jahr). Beim Gas war der Rückgang noch viel ausgeprägter.
Gold, Edelmetalle	→	→	Der Goldpreis von 1'719 Franken pro Unze liegt nach sechs Monaten nur 2% höher als zu Jahresbeginn. Der Silberpreis (20.3 Franken) verlor 8%.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Auch wenn im ersten Halbjahr kaum davon zu profitieren war, halten wir viel von nachrangigen Versicherungsanleihen, abgesichert in Schweizer Franken.
Private Equity	→	↗	Der von uns selektierte Listed Private Equity Fonds legte im ersten Halbjahr um +9% (in Schweizer Franken) zu und übertraf damit den SMI deutlich.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)					
		30.06.2023	06/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
Aktien							
SMI	CHF	11'280.3	+0.6%	+5.1%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'861.8	+0.5%	+8.2%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	16'147.9	+3.5%	+14.7%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'400.1	+4.7%	+13.1%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	28'230.8	+8.8%	+17.8%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'531.5	+1.6%	+3.1%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'399.1	+4.7%	+14.7%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	34'407.6	+2.3%	+0.7%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'450.4	+4.2%	+12.5%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	13'787.9	+4.3%	+27.8%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	33'189.0	+1.8%	+12.0%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	64'718.6	+1.9%	+4.1%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'966.7	+3.7%	+10.6%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	989.5	+1.0%	+0.4%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.5	-0.4%	+0.9%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.4	-0.2%	+0.9%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	320.7	+1.7%	+2.7%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	257.0	+1.1%	+1.2%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	172.3	-0.2%	+8.0%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	141.5	-1.1%	-0.6%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.0	-0.4%	+1.6%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	175.3	-0.3%	+1.9%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.7	+0.0%	+0.9%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	557.3	+1.3%	+3.1%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	157.4	-0.6%	+1.3%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	270.6	+0.3%	+3.5%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	55'264.9	-3.8%	-0.2%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	101.5	+1.4%	-12.7%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'247.7	-1.0%	+1.2%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'374.6	-1.1%	-2.0%	-3.3%	+6.7%	-2.2%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8956	-1.7%	-3.1%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9770	+0.4%	-1.3%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.6202	-5.1%	-12.1%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1368	+0.3%	+1.6%	-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 30.06.2023; Wirtschaftsdaten per 30.06.2023; Wirtschaftsprognosen vom 30.06.2023; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.