



Blick vom Josefsgrütsch Richtung Zugerberg (Foto: Andreas Busslinger)

Das Wachstum in Europa beginnt sich zu beschleunigen

Die konjunkturelle Entwicklung von Europa hinkt den USA hinterher. Doch das Konjunkturbarometer steigt an, ungeachtet der verzögerten Impffortschritte. Die Arbeitslosigkeit in Europa bewegt sich südwärts, also in die richtige Richtung. Für das dritte Quartal 2021 zeichnet sich wie bereits im Vorquartal ein weiterer Zuwachs beim Bruttoinlandsprodukt (BIP) ab. Nachdem das BIP im ersten Quartal noch geschrumpft war, legte die europäische Wirtschaft zu. Im dritten Quartal dürfte sie weiterwachsen, doch die echte Beschleunigung verlagert sich auf die kommenden Quartale.

Es ist absehbar, dass die Impulse eine kräftige Erholung bei den

Dienstleistern erst vollumfänglich erzeugen, wenn die pandemiebedingten Restriktionen wegfallen. Insbesondere im grenzüberschreitenden Tourismus liegt ein grosses Potenzial brach. Ein weiterer Hemmschuh bleibt gemäss diversen Unternehmensverantwortlichen die industrielle Fertigung, da es zunehmend an Vorleistungen (u.a. Halbleiterchips) mangelt und es wiederholt zu wochenlangen Lieferunterbrüchen kommt. Dennoch liessen die Unternehmensergebnisse Freude aufkommen, insbesondere auch der Bestelleingang in der Industrie. Doch die konjunkturell beste Aufschwungsphase lässt noch auf sich warten.

Robuste Aufwärtsbewegung bei den Unternehmensgewinnen

Im Grossen und Ganzen übertrafen die Unternehmensgewinne im ersten Halbjahr 2021 in Europa wie auch in den USA die Erwartungen klar. Das führte zu einem positiven Monat für Realanlagen. Der aktienbezogene Swiss Market Index (SMI) legte um 2.4% zu, während der anleihenbezogene Index der eidgenössischen Anleihen (SBIDGT) eine Werteinbusse von 0.5% im Monat August verzeichnete. Der Index der Schweizer Immobilienfonds verlor im August 1.4%, liegt aber seit Jahresbeginn immerhin 6.5% im Plus.

Mit diesen Eckwerten erstaunt es nicht, dass im August unsere risikofreudigen Anlagelösungen zugelegt haben. Das zeigt sich anschaulich anhand vom Fondspicking100 (+2.3% auf +17.7% seit Jahresbeginn). Aber auch breit diversifizierte Anlagegefässe in der Freizügigkeitsstiftung vermochten von unserer Selektion zu profitieren. In der Risikoklasse 2 legte die FZ Lösung um 1.5% auf 9.4% seit Jahresbeginn zu, in der Risikoklasse 3 betrug der Zuwachs 1.9% auf

11.3%. Der Aufwärtstrend an den globalen Märkten für Realanlagen führte dazu, dass die Portfolios von unseren Positionen in Aktien, Immobilien, Private Equity sowie Unternehmensanleihen profitieren konnten. Das Aktienexposure war der stärkste Renditebringer des Monats (z.B. +139 Basispunkte in der Risikoklasse R2). Negativfaktoren waren im August nicht zu verzeichnen.

Erfolgreich wurden Ende August die fondsbasierten Vorsorgedepots auf die innovativen 3a-Revo Lösungen umgestellt. Damit haben wir als erster und bislang einziger Anbieter in der Schweiz bewiesen, dass sich einzeltitelbasierte Vorsorgelösungen auch mit wenig Mitteln effizient umsetzen lassen. In der Risikoklasse 3 wurden acht Aktienfonds veräussert und durch 36 einzelne Aktien ersetzt. Die eingesparten Kosten der Aktienfonds werden über die Jahre hinweg einen positiven Renditebeitrag leisten können.

| Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien | August 2021 | YTD 2021 | Seit Lancierung* bis 31.12.2020 | |
|---|-------------|----------|---------------------------------|------------|
| | | | Kumuliert | Durchschn. |
| Zugerberg Finanz R1 | +1.2% ↗ | +5.9% ↗ | +43.4% ↗ | +3.1% ↗ |
| Zugerberg Finanz R2 | +2.1% ↗ | +11.0% ↗ | +83.8% ↗ | +5.2% ↗ |
| Zugerberg Finanz R3 | +2.4% ↗ | +13.1% ↗ | +96.5% ↗ | +5.8% ↗ |
| Zugerberg Finanz R4 | +2.5% ↗ | +14.7% ↗ | +69.1% ↗ | +4.9% ↗ |
| Zugerberg Finanz Z1 | +1.0% ↗ | +4.8% ↗ | +46.1% ↗ | +3.2% ↗ |
| Zugerberg Finanz Z2 | +1.8% ↗ | +9.0% ↗ | +70.5% ↗ | +4.5% ↗ |
| Zugerberg Finanz Z3 | +2.0% ↗ | +12.1% ↗ | +89.9% ↗ | +5.5% ↗ |
| Zugerberg Finanz Revo1 | +1.2% ↗ | +4.8% ↗ | | |
| Zugerberg Finanz Revo2 | +1.8% ↗ | +8.8% ↗ | | |
| Zugerberg Finanz Revo3 | +1.9% ↗ | +10.4% ↗ | | |
| Zugerberg Finanz Revo4 | +1.7% ↗ | +12.7% ↗ | | |
| Zugerberg Finanz Revo5 | +1.8% ↗ | +14.5% ↗ | | |
| Fondbasierte Strategien | August 2021 | YTD 2021 | Seit Lancierung* bis 31.12.2020 | |
| | | | Kumuliert | Durchschn. |
| Zugerberg Finanz Fondspicking 30 | +1.1% ↗ | +6.6% ↗ | +19.4% ↗ | +1.5% ↗ |
| Zugerberg Finanz Fondspicking 60 | +1.7% ↗ | +12.1% ↗ | +37.1% ↗ | +2.7% ↗ |
| Zugerberg Finanz Fondspicking 100 | +2.3% ↗ | +17.7% ↗ | +44.9% ↗ | +3.1% ↗ |
| Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 20 | +0.8% ↗ | +4.4% ↗ | +7.0% ↗ | +0.6% ↗ |
| Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 40 | +1.3% ↗ | +8.9% ↗ | +10.5% ↗ | +0.8% ↗ |
| Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 100 | +2.3% ↗ | +16.3% ↗ | +15.7% ↗ | +1.2% ↗ |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit | August 2021 | YTD 2021 | Seit Lancierung* bis 31.12.2020 | |
| | | | Kumuliert | Durchschn. |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5 | +0.5% ↗ | +2.6% ↗ | +14.0% ↗ | +1.7% ↗ |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1 | +1.1% ↗ | +5.7% ↗ | +47.8% ↗ | +3.3% ↗ |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2 | +1.5% ↗ | +9.4% ↗ | +74.6% ↗ | +4.8% ↗ |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3 | +1.7% ↗ | +11.1% ↗ | +91.0% ↗ | +5.5% ↗ |
| Zugerberg Finanz 3a Vorsorge | August 2021 | YTD 2021 | Seit Lancierung* bis 31.12.2020 | |
| | | | Kumuliert | Durchschn. |
| Zugerberg Finanz 3a Revo1 | +1.2% ↗ | +4.8% ↗ | | |
| Zugerberg Finanz 3a Revo2 | +1.8% ↗ | +8.8% ↗ | | |
| Zugerberg Finanz 3a Revo3 | +1.9% ↗ | +10.4% ↗ | | |
| Zugerberg Finanz 3a Revo4 | +1.7% ↗ | +12.7% ↗ | | |
| Zugerberg Finanz 3a Revo5 | +1.8% ↗ | +14.5% ↗ | | |

* Werte per Übernahme der Leitung des Anlageausschusses durch Prof. Dr. Maurice Pedernana seit 01.01.2009 resp. effektive Lancierung der Strategie.
 Zugerberg Finanz R4 seit 01.01.2010, Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5 seit 01.01.2013, Zugerberg Finanz Revo1 – Revo5 und Zugerberg Finanz 3a Revo1 – 3a Revo5 seit 01.01.2020.

Makroökonomie

Wachstumsverlagerung in die Jahre 2022 und 2023

Die wirtschaftliche Dynamik zeigt, dass die Konjunkturerholung in Europa durch eine erneute Covid-Welle in den Monaten Juli und August insbesondere im Dienstleistungssektor an Fahrt verloren hat. Im dritten und vierten Quartal 2021 dürfte das Bruttoinlandsprodukt zwar überdurchschnittlich kräftig zulegen. Doch die grundsätzliche Normalisierung des wirtschaftlichen Lebens verlagert sich in die Jahre 2022 und 2023.

Während sich in Europa die Wachstumsdynamik auf die kommenden zwei Jahre verteilt, liegen ganze Kontinente mit einer tiefen Impfquote wie Südamerika und Afrika noch immer in einem pandemiegeprägten Tief. Gemäss dem Internationalen Währungsfonds müssten die Erwartungen für den Süden gedämpft werden. Dies liege am Zugang zum Impfstoff wie auch an dessen Verteilung.

Zudem bleiben weite Teile des asiatisch-pazifischen Wirtschaftsraums weiterhin in ihrer konjunkturellen Erholung coronabedingt zurück. Taiwan und Südkorea heben sich ab und verzeichnen starke Entwicklungen. Im Subkontinent Indien entfacht sich ein hohes BIP-Wachstum. Annualisiert betrug es im vergangenen Quartal rund 20%, wovon auch die Aktien zu profitieren vermochten (+26% seit Jahresbeginn). Dagegen bestätigen die jüngsten Daten aus den USA und aus China eine Abschwächung der starken wirtschaftlichen Dynamik in den vergangenen Monaten. Von einer konjunkturellen Überhitzung im gegenwärtigen Konjunkturzyklus kann keine Rede sein.

Während die Delta-Variante das Wachstum in den Industrieländern vorübergehend, aber spürbar bremst, dürften die Auswirkungen auf das Wachstum in den Schwellenländern, wo die Impfkampagnen langsamer voranschreiten, tiefgreifender sein. Infolgedessen sehen wir jedoch keine neuen Abwärtsrisiken für die globalen Wachstumserwartungen. Vielmehr scheint sich das Wachstum noch stärker als bisher angenommen auf die kommenden zwei Jahre zu verlagern. Das ist insbesondere für die Abschätzung der Entwicklung von

Unternehmensumsätzen und Gewinnmargen von herausragender Bedeutung.

Die Inflation kristallisiert sich dagegen kaum als zentrales Makro- und Marktthema heraus. Gewiss gibt es vereinzelte, pandemiebedingte Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage bei Waren und Dienstleistungen sowie bei der Verfügbarkeit von qualifizierten Arbeitskräften, aber diese zeichnen sich immer stärker als temporäre Erscheinungen ab. Die meisten Faktoren bleiben klar von vorübergehender Natur. Wir trauen nur wenigen Sachverhalten zu, dass sie über das Potenzial verfügen, sich zu dauerhafteren Inflationsfaktoren zu entwickeln. Der globale Wettbewerb wird alsbald wieder grundlegend deflationär wirken. Dies ermöglicht auch weiterhin, eine akkommodierende Geld- und Fiskalpolitik zu verfolgen und sorgt für eine stabilisierende Wirkung in der Realwirtschaft.

Grössere Unsicherheiten zeichnen die regulatorischen Eingriffe der Volksrepublik China aus. Die tiefen Einschnitte ins tägliche Leben sind weltweit einzigartig. Sie betreffen die Luxusgüter- wie auch die Immobilienmärkte sowie den Tourismus. Die Regierungskampagne richtet sich gegen Reichtum und Dekadenz. Alle Kinofilme und Fernsehserien, in denen die beliebte Schauspielerin Zhao Wei in den vergangenen 20 Jahren mitgespielt hat, sind beispielsweise nicht mehr erhältlich. Die Cyberaufsichtsbehörde hat alle Fotos und Websites von ihr und von mit ihr befreundeten Schauspielern aus den sozialen Netzwerken gelöscht.

Die chinesischen Eingriffe gehen quer durchs tägliche Leben vom Verbot von schulischen Stützmassnahmen über den kontrollierten Zahlungsverkehr bis hin zu überwachten Gamingaktivitäten. Beispielsweise werden Videospiele als «geistiges Opium» und «elektronische Drogen» bezeichnet. Kinder und Jugendliche dürfen in Zukunft insgesamt nicht mehr als drei Stunden wöchentlich im Internet spielen, am Freitagabend zwischen 20 und 21 Uhr sowie jeweils eine Stunde am Wochenende und an Feiertagen.

| Region | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung |
|------------------|------------|--------------|--|
| Schweiz | →↗ | ↗ | Wieder zunehmende Corona-Infektionen und Diskussionen über den Umgang mit Ungeimpften haben die Konsumenten spürbar verunsichert. |
| Eurozone, Europa | →↗ | ↗ | Das Wachstum der Kreditvergabe durch Geschäftsbanken im Euroraum an private Haushalte hat sich im Juli gemäss EZB auf vielversprechende +4.2% erhöht. |
| USA | →↗ | ↗ | Die Drosselung der Anleihaufkäufe durch die Fed dürfte im vierten Quartal 2021 beginnen. Damit verbunden sind jedoch noch keine Leitzinserhöhungen. |
| Rest der Welt | →↗ | ↗ | Wegen der schwächeren wirtschaftlichen Erholung nach der Pandemie hat Staats- und Parteichef Xi Jinping zur Einhaltung des Wachstumsziels von 6% aufgerufen. |

Liquidität, Währung

Der «Tapering Tango» könnte im 4. Quartal beginnen



Argentinischer Tango (Bildquelle: stock.adobe.com)

Die US Federal Reserve (Fed) kündigte in Jackson Hole an, dass sie sich weiterhin Gedanken über das allmählich verkleinerte Neuengagement am US-Anleihensmarkt mache. Ohne auf konkrete Möglichkeiten einzugehen, bleibt jedoch klar, dass die Fed nicht unendlich lange für 120 Milliarden Dollar monatlich Anleiheaufkäufe tätigen wird. Die Drosselung («Tapering») kommt jedoch nicht überraschend.

Der argentinische Tanz Tango zeichnet sich dadurch aus, dass am Schluss die Partnerin ganz tief liegt, in den Händen des Herrn. Metaphorisch betrachtet beginnt wohl im vierten Quartal die rhythmische Drosselung der aggressiven Anleihekäufe durch die Federal Reserve (Fed). Diese sollen am Schluss ganz tief liegen. Nichts verändern wird sich in den kommenden 12 Monaten bei den Leitzinsen. Das ist von der Fed mit ihren beiden Zielrichtungen Preisstabilität und Vollbeschäftigung klar kommuniziert worden, insbesondere, weil sie von der zweiten Zielsetzung noch weit entfernt ist.

Der Fed Vorsitzende hat in Jackson Hole gesagt, dass er das Inflationsziel bald als erreicht betrachtet. Allerdings hat die Fed als gleichberechtigtes Ziel nebst der Preisstabilität auch noch die Vollbeschäftigung zu verfolgen. Da liegt weiterhin einiges im Argen. Die Beschäftigungsquote verharrt in einer anhaltenden Tiefe, und insbesondere Niedrigverdiener und Mitglieder von Minderheiten haben es weiterhin schwer, vom Arbeitsmarkt im gegenwärtigen konjunkturalen

Aufschwung erfasst zu werden.

Die EZB dagegen zielt auf Preisstabilität in der mittleren Frist ab. Deshalb wird sie durch den kurzfristigen Anstieg der Inflationsrate «hindurchsehen», der sich für die gegenwärtige zweite Jahreshälfte 2021 abzeichnet. Angesichts des mittelfristigen Preisausblicks wird die Geldpolitik insgesamt locker bleiben. Von dieser allgemeinen Ausrichtung sind aber die Krisenmassnahmen des Eurosystems zu unterscheiden. Dazu gehört insbesondere das Pandemie-Notfallankaufprogramm, kurz PEPP. Aus heutiger Sicht machen die Impfschritte in Europa die Annahme plausibel, dass die Pandemie bis Ende Jahr nachhaltig zurückgedrängt werden kann und in den ersten Monaten 2022 alle nennenswerten Eindämmungsmassnahmen entfallen könnten. Das würde der Wirtschaft einen enormen Schub verleihen, der auch aufgrund des EU Wiederaufbaufonds eine zyklische Kraft entfalten und das Wachstum ins Jahr 2023 hineintragen kann.

Weil die Zinsstrukturkurve am kurzen Ende stark von der Leitzinspolitik und am langen Ende weitaus stärker von realwirtschaftlichen Erholungstendenzen beeinflusst wird, wäre es wenig überraschend, wenn sich die Renditen der zehnjährigen Benchmark-Anleihen in den kommenden sechs Monaten um 20 bis 40 Basispunkte nach oben entwickelten. Das Risikoprofil ist derzeit asymmetrisch. Die Marktkräfte rechnen viel eher mit einer Aufwärts- als mit einer Abwärtsbewegung.

| Anlageklasse | 3-6 Monate | 12-24 Monate | Einschätzung |
|-------------------------------|------------|--------------|--|
| Bankkonto | ↘ | ↘ | Aufgrund der anhaltenden Tiefstzinsperiode gelingt es vereinzelt Banken, sämtliches Fremdkapital durchschnittlich zu weniger als 0.0% zu beschaffen. |
| Euro / Schweizer Franken | ↗ | ↗ | Der Euro bewegt sich weiterhin in einer engen Handelsspanne und verfügt mit 1.08 nach wie vor über beträchtliches Erholungspotenzial. |
| US-Dollar / Schweizer Franken | → | ↘ | Der Dollar könnte leicht davon profitieren, dass die Drosselung der Anleiheaufkäufe in den USA früher als in Europa beginnen dürfte. |
| Euro / US-Dollar | ↗ | ↗ | Wir gehen weiterhin davon aus, dass sich der Euro gegenüber dem Dollar bis in 12 Monaten wieder spürbar stärkt. Massgebliche Währungswetten gehen wir nicht ein. |

Anleihen

Erhöhte Aktivitäten bei den Unternehmensanleihen



Skandinavische Architektur von Heimstaden in der Überbauung Brænderigården, Holstebro (Bildquelle: Heimstaden)

Bei den Anleihen setzen wir zwei wesentliche Bausteine ein. Der eine nennt sich «Zugerberg Income Fund» und bewegt sich im durchschnittlichen Rating stets im Bereich der hohen Bonität. Derzeit liegt das Rating bei einem BBB und erzielt monatlich eine positive Rendite von rund +0.1%. Der zweite Baustein fokussiert auf Kreditopportunitäten. Er vereinnahmt monatlich +0.4% und sorgt damit für eine solide Langfristrendite.

Nach aussen wirken die beiden Gefässe wie eine Brandmauer. Ihre primäre Funktion besteht denn auch darin, einen Beitrag zum Vermögenserhalt zu leisten; erst in ihrer sekundären Ausprägung geht es darüber hinaus um den positiven Renditebeitrag. Unternehmensanleihen sind eine eigenständige und unverzichtbare Anlageklasse, die aktiv gemanagt werden muss. Diverse empirische Untersuchungen zeigen, dass sich Unternehmensanleihen positiv auf ein Portfolio auswirken. Das lässt sich nicht (oder nur suboptimal) durch eine Kombination von Staatsanleihen und Aktien replizieren.

Für ein passives Investment sind Unternehmensanleihen in der Regel allzu «gefährdet», insbesondere wenn die Bonität bescheiden ist. Das macht ein aktives Portfoliomanagement notwendig. Wenn man beispielsweise auf einer Reihe von Unternehmensanleihen mit Öl-Bezug in der Lieferkette (z.B. Exploration, Handel, Transport, Raffinerie, Tanklagerung, Distribution) sitzt und der Rohölpreis wie im Frühjahr 2020 auf ein Rekordtief fällt, muss man im Zuge der fallenden Preisentwicklung auch diese Anleihen verkaufen. Das ist aktives Risikomanagement. Insbesondere bei moderaten Bonitäten

wäre ein passives Investieren verheerend.

In diesem Sinne wandeln sich die beiden Gefässe stetig. Bei einer durchschnittlichen Laufzeit von rund vier Jahren ergibt sich aufgrund der ständig fällig werdenden Anleihen ohnehin jedes Jahr die Gelegenheit, rund 25% des Portfolios durch neue Anleihen zu ersetzen. Bei einem aktiven Vorgehen kann dies auch bis zu 40% pro Jahr ausmachen oder rund 10% des Anleiheportfolios, das sich im Laufe eines Quartals verändert.

Weil die Kreditrisikoprämien nicht primär vom Rating abhängig sind, sondern von einer Vielzahl von Faktoren, lässt sich anhand der Geschäftsmodelle und der jeweiligen Branchenzugehörigkeit ein interessantes Portfolio zusammenstellen, das sich entlang der konjunkturellen Dynamik laufend verändert und damit die Konjunktur- respektive Ausfallrisiken aktiv optimiert.

In der konkreten Umsetzung kam es im August in den beiden Anleihegefässen zu rund 40 Transaktionen. Es fanden hinter der Brandmauer rege Veränderungen statt. Das reichte u.a. von einer USD Anleihe der marktführenden indischen Bank HDFC über drei Anleihen der schwedischen Immobiliengesellschaften Heimstaden und Holmström bis zum norwegischen Cloud- und IT-Nischenmarktführer Cegal. Ihnen allen gemeinsam ist ein langfristig überzeugendes Geschäftsmodell und nachhaltig steigende Cash Flows. Letztere erhöhen die Schockresistenz in einer wirtschaftlichen Flaute. In Schweizer Franken abgesichert erzeugen diese Unternehmensanleihen eine durchschnittliche Rendite von rund 4%.

| Sub-Anlageklasse | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung |
|-----------------------------|------------|--------------|--|
| Staatsanleihen | ↘ | ↘ | Die Risiken ertragsäquivalenter Portfolios sind beim Einsatz von Staatsanleihen anstelle von Unternehmensanleihen historisch erwiesenermassen höher. |
| Unternehmensanleihen | ↗ | ↗ | Empirische Untersuchungen zeigen, dass entgegen der üblichen Erwartung Staatsanleihen in normal volatilen Phasen eine 25% höhere Volatilität haben. |
| Hochzins-, Hybride Anleihen | ↗ | ↗ | An den diversen Kreditkomponenten lassen sich attraktive Risikoprämien, Illiquiditätsprämien, Komplexitätsprämien und Small Cap Prämien verdienen. |

Immobilien, Infrastruktur

Frühzyklische Bedingungen sorgen für attraktive Bewertungen



Flughafen Zürich (Bildquelle: stock.adobe.com)

Zahlreiche Infrastrukturwerte wie Häfen, Flughäfen und Mautstrassen sind durch die Pandemie zurückgeworfen worden. Inzwischen hat sich die Ausgangslage mit dem stabil-dynamischen Wirtschaftsumfeld verändert. Frühzyklische Finanzierungsbedingungen sorgen für attraktive Bewertungen. Denn die satten Cash Flows dürften in den kommenden Quartalen überproportional ansteigen.

Die laufenden Impfprogramme gegen das Coronavirus und die Wiederbelebung der Wirtschaft in Verbindung mit beispiellosen monetären und fiskalischen Anreizen haben zu frühzyklischen Geschäftsbedingungen geführt. Davon haben die Bewertungen insbesondere im Bereich Infrastruktur noch zu wenig profitiert. Im August haben sämtliche Infrastruktur- und Immobilienwerte in unserem Portfolio mehr Fahrt gewonnen. Sie vermochten, gemessen an der Risikoklasse 3, eine Gesamtrendite von 2.3% zu erzielen.

Im Gegensatz zu anderen Branchen bleiben die Finanzmärkte von der mittelfristigen Erholung von Infrastrukturwerten wie dem Flughafen Zürich, dem Pflegeheimbetreiber Orpea oder dem Entsorgungsweltmarktführer Veolia Environnement nicht vollends überzeugt. Bei Vinci, Enel und selbst bei Vonovia ist die Unsicherheit ebenfalls nach wie vor so gross, als befänden wir uns in einer viel späteren Phase des Konjunkturzyklus. Da wir jedoch erst im ersten Drittel eines mehrjährigen Aufschwungs stehen, sorgen die frühzyklischen Marktbedingungen angesichts der zu erwartenden Cash Flow Entwicklung für ein interessantes mittelfristiges Wertsteigerungspotenzial.

Dieses dürfte höher liegen als auf dem Schweizer Immobilienmarkt,

der gewisse Zeichen der Überhitzung signalisiert. Doch beim Wohneigentum lässt sich nicht nur in der Schweiz beobachten, dass als Folge der Covid-Pandemie die Nachfrage von Kaufwilligen zugenommen hat. Dies und die nach wie vor moderaten Langfristzinsen sorgen für eine Zahlungsbereitschaft, die marktstützend wirkt.

Mit dem Auslaufen von älteren Hypothekarkrediten hat sich für die privaten Haushalte das Erneuern der Hypotheken stets vergünstigt. Das lässt sich eindrücklich am Referenzzinssatz (1.25%) ableiten. Dieser ist nicht nur auf stabil tiefem Niveau, sondern er beruht auf einer durchschnittlichen Verzinsung sämtlicher Hypothekendarlehen in der Schweiz am 30.6.2021 von 1.23%. Die Kosten für die Hypothekarkredite machen vom verfügbaren Haushaltseinkommen einen immer geringeren Anteil aus.

Dennoch ist es richtig, wenn das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank (SNB) vor Ungleichgewichten warnt. Die SNB spricht zwar nicht von einer Blase, sondern vielmehr von Ungleichgewichten auf diesen Immobilien- und Hypothekarmärkten, Unsicherheiten bei der Abschätzung von allfälligen Einkommensrückgängen bei den Hypothekarschuldern (z.B. bei Scheidungen) und Unsicherheiten beim Reaktionsverhalten auf steigende Zinssätze. Denn die Erfahrung zeigt, dass zyklische Systemrisiken ihren Ursprung oftmals an den Hypothekar- und Immobilienmärkten haben: Nach Phasen übermässigen Preis- und Kreditwachstums wurden wiederholt Kettenreaktionen ausgelöst, die das Bankensystem, die öffentlichen Finanzen und die gesamte Volkswirtschaft in Mitleidenschaft zogen.

| Sub-Anlageklasse | 3-6 Monate | 12-24 Monate | Einschätzung |
|----------------------------------|------------|--------------|--|
| Wohnliegenschaften CH | → | →↗ | Top-Immobilien bleiben mittel- und längerfristig nicht nur wertstabil, sondern auch mit Blick auf ein allfällig verändertes Zinsumfeld krisenresistent. |
| Büro-, Verkaufsliegenschaften CH | ↘ | → | Die Leerstände an zweitklassiger Lage nehmen zu. Klar ist: Die präpandemischen Mietniveaus lassen sich nicht dauerhaft aufrechterhalten. |
| Immobilienfonds CH | → | → | Die Fusion von Vonovia & Deutsche Wohnen ist mitten im 3. Versuch. Alle Gremien empfehlen die Annahme der «fairen» Offerte von Vonovia, Europas Nr. 1. |
| Infrastruktur | ↗ | ↗ | Die Infrastrukturwerte verzeichnen eine Gewinnerholung. Ihre Aufwärtsbewegung dürfte in den kommenden Quartalen den stabilen Cash Flows zu verdanken sein. |

Aktien

Der Schweizer Aktienmarkt zeigt sich in guter Verfassung



Der Schweizer Aktienmarkt (SMI) von 1999 bis 2021 (Quelle: Swiss Market Index | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der SMI hat in den vergangenen 22 Jahren wohl zugelegt, aber dies ist aufgrund der zugrundeliegenden Unternehmensergebnisse und der niedrigeren Renditeperspektiven für risikolose Anleihen fundamental gerechtfertigt. Die Schwankungen rund um die Trendsteigerung sind aus der Sichtweise eines aktiven Vermögensverwalters noch stärker zu nutzen. Wir haben auf dem aktuellen Niveau Gewinne realisiert.

Wir haben die Gewinne nicht realisiert, weil wir glauben, die Märkte hätten ihren Höhepunkt erreicht. Vielmehr wollten wir ein wenig «Extra-Cash» generieren, um von volatileren Momenten in den Monaten September und Oktober rasch profitieren zu können. Generell sind wir der Auffassung, dass die Marktniveaus in zwölf Monaten nochmals spürbar höher als heute zu liegen kommen. Denn die Gewinnrendite, die beim SMI bei über 5% liegt (vgl. Monatsbericht August), bleibt anhaltend attraktiv.

Gleichzeitig glauben wir ebenfalls, dass sich in den kommenden Quartalen ein paar sehr spannende Opportunitäten ergeben könnten. Die Phase, in der die Volatilität auf den Aktienmärkten so gering wie in den letzten zehn Monaten war, wird nicht ewig andauern können. Und genau dann, wenn andere durch Marktschwankungen verängstigt sind, wollen wir die Portfolios wieder mit mehr (und günstiger erworbenen) Realanlagen anreichern können.

Passiv investieren war in den ersten Monaten dieses Jahres einfacher. In der zweiten Jahreshälfte zeigen sich immer stärker Dissonanzen zwischen einzelnen Branchen. In der zweiten August-Hälfte bröckelten Luxusartikel-Aktien. Derzeit werden immerhin rund 45%

aller Luxusgüter weltweit an Chinesen verkauft. Die unter dem Schlagwort «gemeinsamer Wohlstand»-Regierungskampagne gegen Dekadenz verunsichert auch die Schweizer Luxusgüterfirmen Richemont (u.a. Cartier, Piaget, Montblanc, IWC usw.) und Swatch. Nicht überall wird der China-Anteil klar ausgewiesen. Bei Moncler, Ferrari und Prada sucht man vergebens nach Indikationen. Bei LVMH wurden zuletzt 33% in China verkauft; hinzu kommen Käufe auf Geschäfts- und Freizeitreisen.

Die chinesischen Eingriffe haben sich negativ auf die Kurse von Tencent (-14% seit Jahresbeginn), Alibaba (-28%) und Logitech ausgewirkt. Alibaba, der weltgrösste Internethandelskonzern mit über 800 Millionen aktiven Kunden wird von China seit kurzem deutlich schärfer kontrolliert. Das irritiert den Gesamtmarkt. Der Hang Seng China Enterprise Index, der die kotierten Staatsunternehmen ausschliesst, liegt bei -13% (seit Jahresbeginn).

Der Trivialtraum, dass China ein Paradies für Kapitalisten wird, wo man über Nacht reich werden kann, ist ausgeräumt. Die Tencent-aktie verhielt sich im August stabil, weil lediglich 3% der Bruttoeinnahmen auf Kunden unter 16 Jahren zurückgeht. Tencent ist stark nicht nur in China, sondern auf dem globalen Videospiegelmarkt. Dieser ist seit zwei Jahren grösser als die gesamte Film- und Musikindustrie zusammengenommen. Allerdings war da noch ein moderner Ablasshandel mitverantwortlich für die wohlwollende Kursentwicklung bei Tencent. Der Konzern leistete «freiwillig» einen grosszügigen zweistelligen Milliardenbetrag an das neue Regierungsprogramm, das «Umverteilung als grundlegende Notwendigkeit des Sozialismus» sieht.

| Sub-Anlageklasse | 3-6 Monate | 12-24 Monate | Einschätzung |
|-------------------------|------------|--------------|---|
| Aktien Schweiz | ➔ | ➔ | Der Schweizer Aktienmarkt (SMI) legte im August 2.4% zu. Die Prognosen für Gewinnsteigerungen bleiben für die kommenden 12 bis 24 Monate weiterhin gut. |
| Aktien Eurozone, Europa | ➔ | ➔ | Die zuletzt wieder sinkenden Corona-Infektionszahlen haben die Erwartungen im Gastgewerbe und im Tourismus auf einen guten Winter anheben lassen. |
| Aktien USA | ➔ | ➔ | Die US-Technologieaktien bleiben weiterhin auf Rekordjagd. Dabei bevorzugen wir Alphabet/Google und Facebook. Bei Microsoft haben wir die Gewinne realisiert. |
| Aktien Schwellenländer | ➔ | ➔ | Mit dem Schwerpunkt Indien behalten wir einen Satelliten bei, der auch in diesem Jahr bislang einen erheblichen Beitrag zur Gesamtrendite zu leisten vermochte. |

Alternative Anlagen

Defensive versicherungsrisikobezogene Anlagen



Hurrikane wie Ida, hier auf Louisiana zusteuern, haben gigantische Ausmasse (Bildquelle: National Oceanic and Atmospheric Administration)

Manche betrachten versicherungsrisikobezogene Strategien als eine attraktive Alternative zu Staatsanleihen. Gewiss ist deren längerfristiges Renditepotenzial etwas höher, ob aber die jährlichen Schwankungen, mit denen aufgrund der Schäden zu rechnen ist, ein erhebliches Investment rechtfertigen, sei dahingestellt. Fakt ist, dass die Nettorenditen in den jüngsten Jahren in Franken gerechnet gering sind.

Bei den alternativen Anlagen werden immer wieder versicherungsrisikobezogene Instrumente («Insurance Linked Securities» respektive ILS) eingesetzt. Wir tun dies nur in vereinzelt Lösungen und dort auch nur in einem beschränkten Umfang. Grundsätzlich ist das Interessante an ILS Konstrukten, dass sie einen Diversifikationsbeitrag zu einem Portfolio leisten, weil die Korrelation zu Aktien- und Anleihenmärkten gering ist. Gegenwärtig zeitigt der Kapitalmarkt ein balanciertes Risiko-Rendite Verhältnis, doch ist in den letzten Jahren derart viel Kapital in den Markt von Katastrophenanleihen («Cat Bonds») geflossen, dass wir die damit verbundenen Risiken nicht mehr generell für eine angemessene Entschädigung betrachten.

Grossen Respekt haben wir vor einer Welle von immer grösser werdenden Schäden, die direkt oder auch indirekt mit dem Klimawandel, aber auch mit der Bauweise sowie mit der Bevölkerungsdichte zu tun haben. Wenn ein grosser Hurrikan auf eine der ganz grossen US-Küstenstädte zusteuert, entstehen rasch Schadensszenarien in zweistelliger Milliardengrösse. Keine negativen Überraschungen brachte jedoch Hurrikan Ida, der Ende August in Louisiana auf

Land traf, gegenüber den ersten Prognosen: Die Fachleute gehen nach ersten Schätzungen davon aus, dass sich die Verluste der US-Windschaden-Versicherer in einer Grössenordnung von 15 bis 25 Milliarden Dollar bewegen werden.

Um einen groben Vergleich mit vergangenen Ereignissen anzustellen, werden die prognostizierten Ida-Verluste in eine Rangliste eingeordnet: Es handelt sich um das Doppelte der Schäden von Hurrikan Laura (2020) oder Hurrikan Michael (2018); etwa ebenso hoch wie die Verluste durch Hurrikan Harvey (2017) und geringer als die Schäden von Hurrikan Irma oder Hurrikan Maria (2017). Zur Erinnerung: Die Hurrikan-Welle Harvey-Irma-Maria (HIM) hat versicherte Schäden in Höhe von 75 Milliarden Dollar verursacht (Überschwemmungsschäden nicht mitgerechnet). Dennoch konnten sich auf den Cat Bond und ILS bezogenen Märkten mit ihrem Konzentrationsrisiko auf US Wirbelstürme in den Prämien-Erneuerungsrounden 2021 nicht wirklich attraktive Risikoprämien herauskristallisieren. Zu gross war der Neugeldzufluss in den Markt.

Attraktiv finden wir dagegen ausgewählte nachrangige Versicherungsanleihen, die wir in verschiedenen Anleihegefässen berücksichtigen. Damit geniessen wir einen regelmässigen Cash Flow aus einer Reihe von soliden Schuldner. Diese verfügen über eine hohe Bonität; auch deren nachrangige Anleihen sind mit einem äusserst geringen Ausfallrisiko verbunden. Zudem helfen sie, das Gesamtportfolio zu diversifizieren, und bieten zusätzliches Renditepotenzial.

| Sub-Anlageklasse | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung |
|-----------------------------|------------|--------------|--|
| Rohstoffe | ↗ | ↗ | Die Erdgaspreise werden an der Börse wie auch für die Endkonsumenten deutlich teurer. An der Börse ist Erdgas so teuer wie schon lange nicht mehr (2016). |
| Gold, Edelmetalle | ↗ | → | In diesem Jahr haben Goldanleger wenig Freude an ihrem Investment. Mit 1'814 Dollar pro Unze liegt der Preis trotz Inflation 4.5% tiefer als zu Jahresbeginn. |
| Insurance Linked Securities | ↗ | ↗ | Aufgrund der hohen Geldflüsse in den ILS Markt herrscht bei uns Vorsicht vor überhöhten Rendite-Erwartungen. Zudem ist die Hurrikan-Saison voll im Gang. |
| Private Equity | ↗ | ↗ | Die Privatmarktanlagen erfreuen sich einer zunehmend grösseren Beliebtheit als Diversifikation bei zahlreichen institutionellen Investoren und Family Offices. |

Marktdaten

| Anlageklasse | Kurs (in Lokalwährung) | Jahresperformance (in CHF) | | | | | | |
|--|-------------------------|----------------------------|---------|----------|--------|--------|--------|--|
| | | 31.08.2021 | 08/2021 | 2021 YTD | 2020 | 2019 | 2018 | |
| Aktien | | | | | | | | |
| SMI | CHF | 12'411.1 | +2.4% | +16.0% | +0.8% | +26.0% | -10.2% | |
| SPI | CHF | 15'947.7 | +2.4% | +19.7% | +3.8% | +30.6% | -8.6% | |
| DAX | EUR | 15'835.1 | +2.5% | +15.0% | +3.5% | +20.9% | -21.3% | |
| CAC 40 | EUR | 6'680.2 | +1.6% | +20.2% | -7.4% | +21.8% | -14.4% | |
| FTSE MIB | EUR | 26'009.3 | +3.2% | +16.6% | -5.4% | +23.6% | -19.3% | |
| FTSE 100 | GBP | 7'119.7 | +1.2% | +14.9% | -19.2% | +14.7% | -16.7% | |
| EuroStoxx50 | EUR | 4'196.4 | +3.3% | +18.0% | -5.4% | +20.3% | -17.6% | |
| Dow Jones | USD | 35'360.7 | +2.3% | +19.5% | -1.8% | +20.3% | -4.7% | |
| S&P 500 | USD | 4'522.7 | +4.0% | +24.6% | +6.5% | +26.7% | -5.4% | |
| Nasdaq Composite | USD | 15'259.2 | +5.1% | +22.5% | +31.6% | +33.0% | -3.0% | |
| Nikkei 225 | JPY | 28'089.5 | +3.9% | -0.3% | +11.6% | +17.8% | -9.3% | |
| Sensex | INR | 57'552.4 | +12.7% | +24.8% | +3.4% | +10.0% | -2.0% | |
| MSCI World | USD | 3'141.4 | +3.4% | +20.8% | +4.5% | +23.1% | -9.6% | |
| MSCI EM | USD | 1'308.7 | +3.5% | +4.9% | +6.1% | +13.5% | -15.8% | |
| Obligationen (gemischt) | | | | | | | | |
| Glob Dev Sov (Hedged CHF) | CHF | 177.7 | -0.3% | -1.6% | +3.5% | +3.7% | -0.4% | |
| Glob IG Corp (Hedged CHF) | CHF | 215.2 | -0.3% | -0.7% | +6.4% | +8.7% | -4.2% | |
| Glob HY Corp (Hedged CHF) | CHF | 312.3 | +0.5% | +3.3% | +4.7% | +10.5% | -5.1% | |
| USD EM Corp (Hedged CHF) | CHF | 318.7 | +0.9% | -0.2% | +4.3% | +9.0% | -5.2% | |
| Staatsobligationen | | | | | | | | |
| SBI Dom Gov | CHF | 195.6 | -0.5% | -2.6% | +2.1% | +4.4% | +0.7% | |
| US Treasury (Hedged CHF) | CHF | 169.8 | -0.3% | -2.2% | +6.3% | +3.3% | -2.4% | |
| Eurozone Sov (Hedged CHF) | CHF | 217.5 | -0.6% | -2.0% | +4.6% | +6.2% | +0.6% | |
| Unternehmensobligationen | | | | | | | | |
| CHF IG Corp (AAA-BBB) | CHF | 187.6 | +0.0% | +0.4% | +0.5% | +2.4% | -0.3% | |
| USD IG Corp (Hedged CHF) | CHF | 226.0 | -0.4% | -1.0% | +8.0% | +10.7% | -5.7% | |
| USD HY Corp (Hedged CHF) | CHF | 624.9 | +0.4% | +3.8% | +5.1% | +10.5% | -5.3% | |
| EUR IG Corp (Hedged CHF) | CHF | 183.4 | -0.4% | +0.1% | +2.4% | +5.8% | -1.7% | |
| EUR HY Corp (Hedged CHF) | CHF | 294.8 | +0.3% | +3.6% | +2.1% | +10.9% | -4.2% | |
| Alternative Anlagen | | | | | | | | |
| Gold Spot CHF/kg | CHF | 53'357.5 | +1.1% | -1.2% | +14.6% | +16.4% | -1.6% | |
| Commodity Index | USD | 96.0 | +0.8% | +27.2% | -11.6% | +3.7% | -12.2% | |
| SXI SwissRealEstateFunds TR | CHF | 2'657.9 | -1.4% | +6.5% | +13.0% | +21.7% | -4.4% | |
| HFRX Global Hedge Fund Index | USD | 1'435.3 | +1.7% | +7.6% | -2.2% | +6.8% | -5.8% | |
| Währungen | | | | | | | | |
| US-Dollar / Schweizer Franken | CHF | 0.9151 | +1.0% | +3.4% | -8.4% | -1.6% | +0.8% | |
| Euro / Schweizer Franken | CHF | 1.0808 | +0.6% | 0.0% | -0.4% | -3.5% | -3.8% | |
| 100 Japanische Yen / Schweizer Franken | CHF | 0.8317 | +0.8% | -2.9% | -3.8% | -0.6% | +3.6% | |
| Britisches Pfund / Schweizer Franken | CHF | 1.2589 | +4.1% | -5.7% | +2.4% | -4.9% | | |

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 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 ausgewiesene Wertentwicklung von Zugerberg Finanz Z wurde bis 30.06.2014 (Lancierung Zugerberg Finanz Z) von Zugerberg Finanz R übernommen. Die historische Wertentwicklung von Zugerberg Finanz R basiert teilweise auf dem Aufbau der Portfolios nach aktuellen Investmentkriterien mit Daten aus der Vergangenheit. Die Entwicklung gibt dabei einen indikativen Einblick über den möglichen Erfolg des Portfolios wieder, wäre dieses in der Vergangenheit in der aktuellen Form seit 2009 angelegt worden. Seit dem 01.01.2012 handelt es sich um die effektive Wertentwicklung der Portfolios. Die ausgewiesene Wertentwicklung von Zugerberg Finanz FZR wurde bis am 31.12.2013 (Lancierung Zugerberg Finanz FZR) von Zugerberg Finanz R übernommen. Die ausgewiesene Wertentwicklung von Zugerberg Finanz 3a wurde bis 31.12.2009 (Lancierung Zugerberg Finanz 3a) von der fondsbasierten Lösung der Zugerberg Finanz FZR übernommen. 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; Fotos: Andreas Busslinger, corporate.heimstaden.com, www.noaa.gov, Markus Mainka – stock.adobe.com; Schlusskurse per 31.08.2021; Wirtschaftsdaten per 31.08.2021; Wirtschaftsprognosen vom 31.08.2021; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.