



Ägerisee im Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Herbstliche Stimmung

Die konjunkturelle Entwicklung zeigt sich wie das Wetter im Herbst 2023 in seiner bunten Jahreszeit. Die Sonne steht nicht mehr so hoch, die Tage werden etwas kühler und kürzer. Auch in mancher Volkswirtschaft zeigen sich kräftige Konjunkturfarben bei einer sich abkühlenden Dynamik, was geldpolitisch den Herbstwald golden leuchten lässt. Die Hitzeperiode auf den nordamerikanischen und europäischen Arbeitsmärkten ist vorbei. Vielmehr zeichnen jüngste Arbeitsmarktdaten ein Bild von vernünftigen Lohnentwicklungen, die bei entsprechenden Produktivitätsverbesserungen bereits zu den langfristigen Inflationszielen passen und dank einem sinkenden Inflationstrend zugleich die Kaufkraft der privaten Haushalte aufrechterhalten.

Der Konsum dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte wie erwartet zur dominanten konjunkturellen Stütze herauskristalisieren. Ein harter Winter zeichnet sich nicht ab. Jene Unternehmen, die sich strategisch gut aufgestellt und operativ die Hausaufgaben gemacht haben, stehen auch trotz der Zinserhöhungen mit soliden Bilanzen da und geniessen den Herbst in seiner bunten Pracht.

Der Feind der Realwerte wie Aktien und Immobilien ist der Zins. Hier ergibt sich eine verbesserte Perspektive, weil der Leitzinserhöhungszyklus im Monat September praktisch abgeschlossen werden dürfte. Hinzu kommt, dass Anleihen von der veränderten Zinsentwicklung teils so attraktiv geworden sind wie seit 15 Jahren nicht mehr.

Leichte Verluste im August

Die Leitzinserhöhungen und entsprechende Erwartungen auf weitere Erhöhungen setzten den Kapitalmärkten im August zu. Erst gegen Ende des Monats sorgten mildere konjunkturelle Daten, welche – zumindest im geldpolitischen Leitmarkt USA – das Ende des Erhöhungszyklus erwarten lassen. Aber unter den steigenden Zinsen litten Aktien, Anleihen und Immobilien. Der Schweizer Aktienmarkt (-1.6% im August) war weltweit noch einer der besten Indizes. Die Performance des deutschen DAX (-3.0%), des britischen FTSE 100 (-2.6%), des amerikanischen S&P 500 (-1.6%) und des Schwellenländerindex (-6.1%) war schlechter. Der Minussog erfasste auch den Schweizer Immobilienindex SWIIT (-2.6%) und die US-Schatzanleihen (-1.6%).

Die Portfolios mit einem höheren Aktienanteil erlitten folglich

grössere Wertebussen als diejenigen mit tieferem Aktienanteil. Bei einem hohen Anteil an Anleihen resultierte im August nur eine geringfügige Korrektur. In der Risikoklasse 1 mit maximal 20% Anteil Aktien (z. B. Revo1 -0.5%, Freizügigkeit FZ R1 -0.1%) waren die Schwankungen deutlich geringer als beispielsweise in der Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 -1.4%, Freizügigkeit FZ R3 -0.6%). Die Strategien mit höheren Aktienanteilen resp. auf Dividenden ausgerichteten Mandate erfuhren im August Einbussen von rund -2%, stehen aber im der Gesamtjahresbetrachtung immer noch an vorderster Stelle.

Bei den Wechselkursen war der August von einem leicht stärkeren Dollar geprägt. Zuletzt handelte er am 31. August zu 0.88 gegenüber dem Franken (+1.3% in einem Monat, -4.4% seit Jahresbeginn). Der Euro blieb gegenüber dem Franken im August stabil.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	August 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	-0.6% ↓	+3.0% ↑
Zugerberg Finanz R2	-1.1% ↓	+5.3% ↑
Zugerberg Finanz R3	-1.3% ↓	+6.5% ↑
Zugerberg Finanz R4	-1.4% ↓	+8.0% ↑
Zugerberg Finanz R5	-1.2% ↓	+6.7% ↑
Zugerberg Finanz RDividenden	-1.8% ↓	+9.0% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.5% ↓	+3.7% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	-1.0% ↓	+6.3% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-1.4% ↓	+7.4% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-1.4% ↓	+8.6% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-1.7% ↓	+9.8% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-2.3% ↓	+10.2% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-3.4% ↓	-2.8% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-4.9% ↓	-4.7% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-6.3% ↓	-6.2% ↓

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	August 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.2% ↑	+1.6% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-0.1% ↓	+2.8% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-0.2% ↓	+4.4% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-0.6% ↓	+5.0% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-1.3% ↓	+5.6% ↑

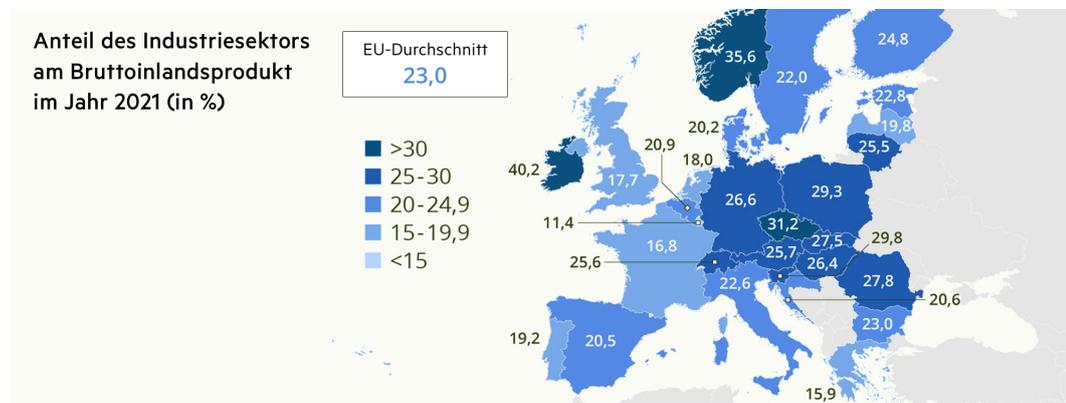
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	August 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.5% ↓	+3.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-1.0% ↓	+6.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-1.4% ↓	+7.4% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-1.4% ↓	+8.6% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-1.7% ↓	+9.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-2.3% ↓	+10.2% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-3.4% ↓	-2.8% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-4.9% ↓	-4.7% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-6.3% ↓	-6.2% ↓

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

Makroökonomie

Europas Volkswirtschaften unter Druck



Anteil des Industriesektors am Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2021 in % (Quelle: Weltbank | Grafik: Zugerberg Finanz)

Mit der strukturellen Dynamik in den wachsenden asiatischen Volkswirtschaften mit einer Bevölkerung von rund 5 Milliarden Menschen vermag die europäische Wirtschaftsentwicklung mit 500 Millionen Menschen nicht mithalten. Aber das moderne Europa, homogener durch Krisen wie Covid und Ukraine-Krieg, arbeitet unter Druck ohnehin besser. Nicht einzelne Länder, sondern die Europäische Union stellt die wegweisenden Weichen der Zukunft.

Weder mit dem realen Wachstum in Asien noch mit jenem in Amerika vermag Europa derzeit mithalten. Doch es hat wesentliche Schritte eingeleitet, um die Wertschöpfung in einer Weltwirtschaft mit einem Trend zur Regionalisierung zurück auf den alten Kontinent zu holen. Europa profitiert vom industriellen Reshoring nach den postpandemischen Lieferkettenproblemen. Dazu gehört das grosse Programm der Innovationsfinanzierung durch den European Investment Fund, die Ansiedlung einer wettbewerbsfähigen Halbleiterindustrie, die Fokussierung auf erneuerbare Energien und die weitere Harmonisierung, um grenzspezifische Handelsbarrieren innerhalb von Europa abzubauen.

Diese volkswirtschaftliche Perspektive kann und muss auf die branchenspezifische Entwicklung heruntergebrochen werden. Da zeigt sich dann auch die europäische Wettbewerbsfähigkeit, die industriell gelitten hat. Die kompetitivsten Märkte dienen als Warnsignal. War bislang oftmals die USA der grösste homogene Markt, ist dieser inzwischen oftmals von China abgelöst. Da befindet sich beispielsweise der weltgrösste Automarkt. Es sind mittlerweile chinesische Unternehmen, welche den stark von batterieelektrischen Autos und Plug-in-Hybriden geprägten Markt dominieren. Der

deutsche VW-Konzern, lange führend in China, ist mittlerweile gar von Tesla überholt worden. Aber dominierend ist der chinesische BYD Konzern, für dessen Gründer Wang Chuanfu vor 30 Jahren der deutsche BMW Konzern als Vorbild diente. Deutsche Marken spielen für chinesische Käufer heute nur noch eine untergeordnete Rolle.

BYD ist das Kürzel für den Konzernslogan «Build Your Dreams». Nördlich von Hongkong, in Shenzhen, wo sich auch die meisten chinesischen Techkonzerne ansiedelten, wurde BYD in weniger als drei Jahrzehnten zu einem Konzern mit 630'000 Mitarbeitern, der nebst der Autoproduktion auch stark in der Batterieherstellung zu den führenden Unternehmen zählt und sogar zum Zulieferer von Apples iPads wurde.

Aus China kamen zuletzt schlechte Schlagzeilen: steigende Jugend- arbeitslosigkeit, strauchelnde Immobilienunternehmen, überschuldete Lokalregierungen. Die Verbraucher halten sich zurück. Dennoch wächst die Wirtschaft um wohl mehr als 4% in diesem Jahr. Schwächen zeigen dagegen europäische Exporteure: An ihnen liegt es, besser zu diversifizieren, z. B. den strukturellen Aufstieg Indiens nicht zu verpassen.

Der Euro ist eine wichtige Währung, aber bleiben wir realistisch: Es ist die zentrale Währung für Europa, und über die vergangenen zwei Jahrzehnte genauso (in)stabil wie der Dollar. Die Bedeutung des Dollars wird der Euro jedoch nie erlangen. Der Dollar bleibt die Ankerwährung der Weltwirtschaft, auch wenn sich die Schwellenländer Vorstellungen darüber machen, eine «Entdollarisierung» voranzutreiben.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗→	↗	Das Wirtschaftswachstum der Schweiz kühlt sich derzeit etwas ab, wobei der Dienstleistungssektor überdurchschnittlich zum Wachstum beitragen dürfte.
Eurozone, Europa	↗→	↗	Die jüngsten EZB-Einschätzungen deuten nicht auf eine Rezession hin, aber eine stagflationäre Phase von zwei Quartalen ist wahrscheinlicher geworden.
USA	↗→	↗	Erstmals, seit die Fed vor 18 Monaten mit Leitzinserhöhungen begann, zeigt der Arbeitsmarkt Zeichen einer Mässigung. Damit ist der zyklische Zinsgipfel erreicht.
Rest der Welt	↗	↗	Die Schwellenländer befinden sich in einer komfortablen Lage. Das wird sich auch am kommenden G-20 Gipfel mit ihrer ungebrochenen Dynamik manifestieren.

Liquidität, Währung

Der Inflationstrend bleibt rückläufig

	Massstab für Mieten	Anteil Miete am Warenkorb	Massstab für Eigentümer	Anteil Wohneigentum am Warenkorb	Gesamtkosten ohne Nebenkosten	Gesamtkosten mit Nebenkosten
 USA	Umfrage	7.6%	Mietkosten für vergleichbaren Wohnraum	25.5%	34.7%	34.7%
 Schweiz	Umfrage	14.9%	Mietkosten für vergleichbaren Wohnraum	3.7%	22.0%	25.3%
 Eurozone	öffentliche Register	5.0%	nicht einberechnet	0.0%	8.0%	15.1%

Wohnkosten-Inflationsunterschiede in Abhängigkeit vom Wohnanteil im Warenkorb (Quelle: GoldmanSachs | Grafik: Zugerberg Finanz)

Es besteht kein Zweifel, dass der Inflationstrend auch im Herbst 2023 rückläufig bleiben wird. Doch der steile Teil des Rückgangs liegt bereits hinter uns. Vor einem Jahr lag die Inflation in den USA noch bei 9%, inzwischen bei 3%. Würde man allerdings die Wohnkosten berechnen und gewichten wie in Europa, läge die US-Inflation bereits unter der angestrebten 2% Zielgrösse. In der Schweiz kann einzig die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Inflation in den nächsten 12 Monaten befeuern.

Die SNB hat den Auftrieb bei der Inflation im Jahr 2022 stark unterschätzt. Im Januar 2023 lag die Inflation bei +3.3% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat. Doch auch den eindrücklichen Rückgang hat man so nicht erwartet. Die Inflationsrate hat sich innert kürzester Zeit mehr als halbiert. Im August 2023 lag die Inflation in der Schweiz bei +1.6% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat. Die Kerninflation sank gar auf +1.5%. Das geht aus den jüngsten Zahlen des Bundesamtes für Statistik (BFS) hervor.

Hinsichtlich der Inflationstrends waren wir stets etwas optimistischer als die SNB. Das hängt im Wesentlichen damit zusammen, dass wir den Verlauf der Mietpreise anders eingeschätzt haben. Das BFS lässt die Resultate ihres Mietpreisindex quartalsweise in den Monaten Februar, Mai, August und November in die Inflationsrate einfließen. Damit fließen die Effekte aus den SNB-Leitzinserhöhungen, welche den Referenzzinssatz für Mieten stark beeinflussen, verzögert in den Index. Den nächsten Schub erwarten wir ab November 2023, der noch verstärkt werden könnte, sollte die SNB anlässlich ihrer geldpolitischen Beurteilung vom 21. September die Zügel

nochmals anziehen.

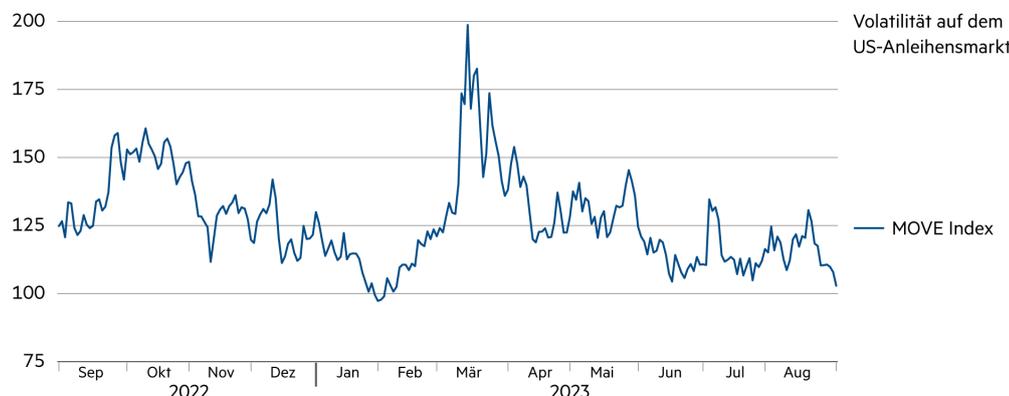
Aufgrund des im Juni 2023 erhöhten hypothekarischen Referenzzinssatzes für Mietverhältnisse werden moderate Mietpreissteigerungen erwartet. In welchem Umfang und wie schnell sich die Anpassungen der bestehenden Mietverhältnisse auf die Resultate des Mietpreisindex auswirken werden, lässt sich in den Quartalen ab November 2023 beurteilen. Im August 2023 sind diese Effekte noch nicht sichtbar. Neben den Anpassungen aufgrund des gestiegenen Referenzzinssatzes (1.5%), der durch die SNB-Entscheidung im September sogar beschleunigt würde, beeinflusst eine Vielzahl anderer Faktoren die im Mietpreisindex erfasste Mietpreisentwicklung (wie z. B. die Neubautätigkeit, die Renovationen oder die Mieterwechsel).

Das Interessante ist, dass wir grenzüberschreitend zwar Inflationswerte vergleichen, dabei aber übersehen, dass die entsprechenden Grössen sehr unterschiedlich gemessen werden. Wichtig ist beim Blick auf die US-Inflation als Trendgeber zu wissen, dass «Wohnen» da mit einem Gewicht von rund 35% in die Inflationsberechnung einfließt und dieser Faktor technisch mit dem Fed Leitzins verbunden ist. Wenn die Fed während einem Jahr die Leitzinsen nicht mehr erhöht, bleibt die Inflation aus diesem Bereich weg. Würde man die Wohnkosten bereits heute berechnen und gewichten wie in der Eurozone, läge die Inflation inzwischen bereits unter der angestrebten Zielgrösse der Fed – was mit rascheren Leitzinssenkungen, stabileren Immobilienmärkten, solideren Regionalbanken, stabileren Wirtschaftsperspektiven und steigenden Aktienkursen einherginge.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↗→	↗→	Der Anlageentscheid zwischen Sparkonto, nicht-kaufkrafterhaltenden Kassenobligationen oder soliden Wertpapieranlagen sollte gut überlegt sein.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Mit 0.6 bleibt der Euro im Monat August stabil. Technisch betrachtet haben sich die Aussichten für den Euro jedoch verschlechtert.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Der Abwertungsdruck bleibt aufgrund der immensen Zwillings-Defizite (Staatshaushaltsbilanz, Handelsbilanz) und der höheren Inflation intakt.
Euro / US-Dollar	↗→	↗	Im August (-1.4%) verlor der Euro beinahe den ganzen Vorsprung aus dem Jahr 2023 und beendete den Monat nur noch 0.9% über dem Jahresanfang.

Anleihen

Mit Anleihen eine attraktive Rendite erzielen



Der MOVE Index der US-Anleihensmarkt-Volatilität über die letzten 12 Monate (Quelle: ICE Bank of America MOVE Index | Grafik: Zugerberg Finanz)

Einzelne Segmente auf dem Anleihensmarkt sind gross und liquid, andere wiederum klein, eher illiquid und dennoch – oder gerade deshalb – attraktiv. Jedenfalls kombinieren wir unterschiedliche Segmente in unseren Anleihenslösungen. Der Markt stellt auch diverse potenzielle Renditequellen zur Verfügung. Dabei erachten wir eine Diversifikation genauso wie eine disziplinierte Selektion für sehr wichtig.

Auf den Anleihensmärkten ist die Volatilität zurückgegangen, seit sich der Leitzinserhöhungszyklus seinem Abschluss genähert hat. In der Schweiz liegt die Inflation bei 1.6% und die Kerninflation (1.5%) bleibt weiterhin auf einem rückläufigen Pfad. Die einzige Institution, welche die Inflation unmittelbar befeuern könnte, ist die Schweizerische Nationalbank (SNB) – sofern sie den Leitzins am 21. September um weitere 25 Basispunkte auf 2.0% erhöht. Das ist aber keineswegs notwendig, und deshalb liegt derzeit die Wahrscheinlichkeit einer solchen Erhöhung bei lediglich 28%.

In den USA ist das Zyklushoch erreicht. Die impliziten Markterwartungen gehen nicht mehr von weiteren Zinserhöhungen aus. Vielmehr stehen insgesamt rund fünf Zinssenkungen im Umfang von je 0.25% bis im Januar 2025 und im Umfang von acht Senkungen bis Ende 2025 an. Der Offenmarktausschuss der Fed hat ja selbst festgelegt, dass der Leitzinssatz längerfristig auf 3% bis 3.5% zu liegen komme. Folglich ergibt dies einen Senkungsspielraum von 2.0% in den kommenden acht Quartalen.

Entsprechend attraktiv sind US-Schatzanleihen, mit knapp 32'000 Milliarden \$ das grösste Anleiheensegment der Welt. Insbesondere

die längeren sind beliebt, weil da zusätzlich zu den Zinszahlungen auch noch potenzielle Kursgewinne im Raum stehen. Das gilt auch für längere Unternehmensanleihen mit hoher Bonität. Davon gibt es jedoch nicht so viele im 11'000 Mrd. \$ umfassenden, sogenannten «High Grade Corporate Bond» Markt. Unternehmen mit einem Top-Rating wie Microsoft (AAA) sind selten, werfen jedoch eine höhere Rendite ab als die US-Treasuries mit einem etwas tieferen AA+ Rating.

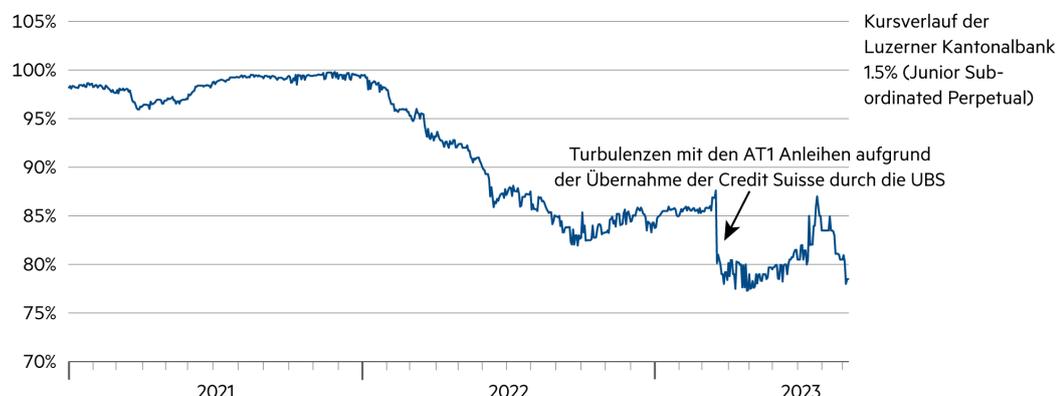
Weil Europas Staaten viel geringfügiger als die USA verschuldet sind, ist hier der Markt für Staatsanleihen «nur» gerade rund 12'000 Mrd. € gross. Auch der Markt für die rund 3'500 High Grade Unternehmensanleihen umfasst mit 2'400 Mrd. € nur einen Bruchteil des analogen Dollar-Marktes. Dieses Volumen entspricht nicht einmal der Marktkapitalisierung von Apple und erklärt auch die verhältnismässig geringe Liquidität einzelner Anleihen im Vergleich zum Handel einer Apple Aktie.

Das trifft noch stärker zu in den noch kleineren Bereichen der High Yield Anleihen in Dollar und in Euro. Das sind vergleichsweise Nischenmärkte mit äusserst attraktiven semiliquiden Anleihen von zahlreichen Unternehmen, die jedem Haushalt bekannt sind (z. B. Elektrolux, Marks & Spencer, Hurltgruten). In diesem Segment spielen die Zinsrisiken eine untergeordnete Rolle. Bedeutsam sind die Kreditrisiken, welche selektiv und diszipliniert zu diversifizieren sind. Beispielsweise in skandinavische Unternehmensanleihen, die überdurchschnittlich häufig mit variablen Zinsen ausgestattet sind, was in der Phase von Zinserhöhungen ein Vorteil war.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→↗	Die inverse Zinskurve hält in der Schweiz an. Die Eidgenossen rentieren 1.03% (2 Jahre) am kurzen sowie 0.90% (10 Jahre) und 0.85% (30 Jahre) am langen Ende.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Letztlich kommt es immer auf die Kreditqualität an, nicht aufs Rating. Auch deshalb verzichten viele Unternehmen auf die teuren Ratingberichte und -prozesse.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Strukturell bleibt die attraktive Marktnische für hybride Anleihen seit März 2023 unter anhaltendem Druck. Das erfordert einiges an Geduld von den Investoren.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Interessante Renditeaufschläge von Anleihen



Kursverlauf der Luzerner Kantonalbank 1.5% Junior Subordinated Perpetual (Quelle: Bloomberg Finance, 01/2021–08/2023 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Mit rund 40 Transaktionen im Zugerberg Income Fonds (ZIF) wie auch mit 30 Transaktionen im Credit Opportunities Fund (COF) allein im Monat August erfolgten Veränderungen in den jeweiligen Fonds, die sich in den kommenden Jahren auszahlen dürften. Auch im September werden wir das breit geöffnete Emissionsfenster nutzen, um attraktive Anleihen aufzunehmen.

Der ZIF und der COF unterscheiden sich noch stärker als bisher, und die Überlappungen sind minimal. Wir sind der Auffassung, dass Unternehmensanleihen mit einer hohen Bonität und einer hohen Duration insbesondere in Dollar attraktiv sind. Immerhin sind die amerikanischen Renditen von Unternehmensanleihen auf ein 16-Jahres-Hoch gestiegen. Zuletzt bestärkten Daten einer sich abschwächenden Konjunktur die Erwartung, dass es mit steigenden Zinsen und Renditen (und damit fallenden Kursen) vorbei sei. Die reale Verzinsung (nominelle Rückzahlungsrendite abzüglich der erwarteten Inflationsrate) ist so hoch wie seit Jahrzehnten nicht mehr.

Deshalb wurde beispielsweise eine Anleihe von Microsoft in den ZIF aufgenommen, die 4.8% Rendite p. a. in den kommenden 27 Jahren erzielen wird. Das ist selbst nach den Kosten der Währungsabsicherung schlicht und einfach attraktiv. Ähnliche Transaktionen in den besten Schuldnerkategorien erfolgten im ZIF mit der Deutschen Bahn (Deutschland als Garantiegeber) und cashflow-starken Unternehmen wie Nvidia, Starbucks, McDonald's und der Zürcher Kantonalbank. Die Restlaufzeit wurde tendenziell erhöht und die Bonität

verbessert.

Beim COF geht es um die Kreditrisikoprämien. Die typische Restlaufzeit einer Anleihe im COF liegt bei drei bis vier Jahren. Die Zinsrisiken sind aber wesentlich geringer, weil sich im Portfolio eine Reihe von Unternehmensanleihen befinden, deren Coupon sich vierteljährlich an den Geldmarktzinssatz anpassen. Das sind die sogenannten «Floater». Zudem sind im COF eine Reihe von sehr guten Schuldnern vertreten, aber jeweils mit nachrangigen Anleihen. Diese verfügen meist noch über ein High Grade Rating. Anleihen von UBS, Swiss Re, Zurich Insurance, Allianz, Julius Baer, Volkswagen und Telefonica zählen beispielsweise zu den Positionen, die wir als Opportunität betrachten und deshalb im August neu hinzugefügt respektive erhöht wurden.

Eine spezielle Komplexitätsprämie gibt es für die Investoren von nachrangigen Anleihen von Finanzinstitutionen. Diese Märkte sind ineffizient und reagieren kaum auf fundamentale Veränderungen. Wie man auf der Grafik am Beispiel einer nachrangigen Anleihe der Luzerner Kantonalbank, die mit einem BBB- Rating ausgestattet ist, sieht, kam es durch die Zinserhöhungen zu rückläufigen Kursen. Im März 2023 kam noch der Schock dazu, wie mit den nachrangigen Anleihen beim Niedergang der Credit Suisse umgegangen wurde. Davon hat sich die Anleihe bis heute nicht erholt, obschon die Luzerner Kantonalbank im ersten Halbjahr 2023 eine Kapitalerhöhung von rund 500 Millionen Franken durchführte und damit die eigene Eigenkapitalsituation substanziell stärkte.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	+2.5%	+0.6%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-11.5% (-2.3%)	+20.6% (+1.7%)
Anteil positiver Renditemonate	53%	66%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	236 BP (-8 BP)	654 BP (-57 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB+	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Bedeutung von Immobilien und Infrastruktur



Verkehrsinfrastruktur ist für eine prosperierende Volkswirtschaft zentral (Foto: Maurice Pedernana)

Für eine prosperierende Volkswirtschaft sind Immobilien und Infrastruktur-Einrichtungen von zentraler Bedeutung. Gegenwärtig entwickeln sich die Cash Flows in beiden Bereichen aufwärts, doch die Bewertungen erfahren dennoch einen Rückgang. Das spürt derzeit insbesondere das Segment der Immobilien-Renditeobjekte, wo ein deutlich erhöhter Diskontsatz auf die barwertigen Bewertungen drückt.

Eine prosperierende Volkswirtschaft wächst, und damit wächst auch der Raumbedarf. Haupttreiber beispielsweise der Wohnraumnachfrage sind das Haushaltseinkommen und die Demografie, wobei die Zuwanderung in der Schweiz besonders heraussticht. Gesamtschweizerisch fehlen derzeit rund 10'000 zusätzliche Wohnungen, um konstante Realieten zu sichern. Komplexere Baubewilligungsverfahren, endlose Rekurse und rechtliche Hürden bremsen die schnelle Realisierung von Bauprojekten, insbesondere in Grossstädten. «Die Verzögerungen nehmen zu», stellten jüngst die Forscher Marco Salvi und Patrick Schnell fest.

Allerdings sind in den letzten beiden Jahren die Bauinvestitionen real auch deshalb um 10% zurückgegangen, weil eine ungünstige Kombination verschiedener Faktoren zusammenkam. Vielerorts prophezeite man eine deutliche Konjunkturschwäche. Zudem schoss der Baupreisindex postpandemisch deutlich in die Höhe. Wer inzwischen im Grossraum Zürich ein Ein- oder Mehrfamilienhaus baut, muss gemäss Bundesamt für Statistik im Frühjahr 2023 mit 14.8% respektive 15.2% höheren Kosten als im Oktober 2020 rechnen. In der Nordostschweiz war der Anstieg sogar noch höher, im Mittelland etwas tiefer.

Doch selbst wenn dereinst die Baupreise nicht mehr so rasant ansteigen werden, ergibt sich inzwischen eine weitere Herausforderung für Immobilieninvestoren. Die Kreditkosten lagen im Oktober 2020 bei rund 1%, inzwischen bei 2.5% jährlich, d. h. wer baut, muss heute mit wesentlich höheren Finanzierungskosten rechnen.

Während die Neumieten in den letzten Jahren gestiegen sind, ist die Anpassung der Bestandsmieten an Inflation und Zinsen gebunden, was zu einer Differenz zwischen Neu- und Bestandsmieten geführt hat. Besonders in den Grossstädten sind die Bestandsmieten oft günstig. Darunter leiden insbesondere die «mobilen» Haushalte, d. h. überproportional vielen Neumieter unter den Jungen, Geschiedenen und Zuwanderern. Zwar nimmt durch die Alterung, welche die Wohnungen im Laufe ihres Lebenszyklus günstiger werden lassen, der Pool von preisgünstigen Wohnungen um jährlich 13'400 Wohnungen zu, doch die Nachfrage ist viel grösser.

Die Bautätigkeit ist zu tief. Das geht auch auf die restriktive Hypothekarkreditvergabe zurück. Die Anforderungen an Tragbarkeit sind aus einer makro- und mikroprudenzieller Marktaufsicht vor rund zehn Jahren deutlich verschärft worden und haben zu einer sinkenden Eigentumsquote in der Schweiz geführt.

Fairer ist die Beanspruchung von Infrastruktur. In diesem Bereich gibt es keine systematische Benachteiligung. In der Schweiz geniesst die öffentliche Infrastruktur (Flugverkehrs- und Bahninfrastruktur, Schulen, Parkhäuser, Strassen und lokale Verkehrsbetriebe usw.) ein hohes Ansehen – nicht zuletzt dank dem Bundesamt für Verkehr, das 20 bis 30 Jahre (Perspektive «Bahn 2050») vorausplant.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	↗	Die SARON-Hypotheken wurden günstiger. Im Oktober 2022 lag der Zins noch bei 2.8%. Inzwischen fiel er durchschnittlich unter 2.5%.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↘	→	In der Schweiz führt die Anwendung von erhöhten Diskontsätzen (3.9%) zu einer tieferen Bewertung von kommerziellen Immobilienportfolios.
Immobilienfonds CH	→	↗	Die Entwicklung (SWIIT -2.8% seit Jahresbeginn) zeigt, dass die Bewertungsanpassungen nach unten weiterhin noch nicht abgeschlossen ist.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die starke Infrastruktur-Performance hielt auch im August an. Die Gesamttrenditen z.B. vom Flughafen Zürich (+30%) und BKW (+23%) übertreffen den SMI deutlich.

Aktien

Selektion bewährt sich

Der August war insgesamt ein schwieriger Monat für Aktienanleger. Doch unsere Selektion bewährte sich, insbesondere auch mit den ausländischen Schlüsselwerten, welche die schwerpunktmässig mit Schweizer Valoren ausgestatteten Portfolios wertvoll ergänzen und bereichern.

Die Halbjahresberichte und Investorentage bestätigten uns oftmals den Trend, dass sich unsere diszipliniert selektierten Valoren derzeit in einer soliden Form befinden und im bisherigen Jahresverlauf teils starke Gesamtrenditen zu erzielen vermochten. Hinzu kommt, dass in kritischen Stimmungsphasen in den vergangenen Wochen die wichtigsten technischen Unterstützungslinien wirkten. Diesen internationalen Marktführern ist zu verdanken, dass sich unsere Portfolios im bisherigen Jahresverlauf robust entwickelten:

Google (+55%): Der Konzern erzielt einen Free Cash Flow, der mehr als doppelt so hoch ist wie jener von Amazon oder Meta (Facebook) und verfügt über herausragende Perspektiven.

Apple (+45%): Mit 167 Mrd. \$ Cash ist das wertvollste Unternehmen der Welt bestens mit liquiden Mitteln versorgt und verfügt über einen grossen Handlungsspielraum, attraktive Jungunternehmen zu erwerben und in die eigene Community zu integrieren. Apple generiert aus dem operativen Geschäft zudem rund 124 Mrd. \$ Bruttogewinn jährlich, also mehr als 300 Millionen \$ täglich. Über Aktienrückkaufprogramme hat Apple in den letzten zehn Jahren 788 Mrd. \$ an die Aktionäre ausgeschüttet. Die Marktkapitalisierung von Apple ist doppelt so hoch wie jene des gesamten SMI.

Microsoft (+38%): Hinter Apple und vor Google liegt die EBITDA Generierung von Microsoft bei jährlich rund 100 Mrd. \$ und einem jährlichen Umsatz von aktuell 212 Mrd. \$. Gemeinsam mit Google und Apple ist eine Art Wettkampf vorhanden, wer der GOAT («Greatest of all time») ist. Jedenfalls verfügen diese drei Gesellschaften über ein AAA Rating, d. h. ihre Kreditwürdigkeit wird höher eingeschätzt als jene der USA.

KKR (+37%): Der Top-Spezialist für Alternative Anlagen profitiert davon, dass sich die wirtschaftlichen Bedingungen weltweit aufhellen und eine globale Rezession in die Ferne gerückt ist.

Auch diverse europäische Titel vermochten eine eindruckliche

Performance zu erzielen.

Saint Gobain (+37%): Der Konkurrent von Sika (+14%) entwickelt sich insbesondere dank seiner Spezialisierung auf das Renovationsgeschäft und den industriellen Leichtbau ausgezeichnet. Am 18. September wird der Titel in den Euro Stoxx 50 Index aufgenommen – eine wertvolle Auszeichnung für ein bescheiden bewertetes Unternehmen.

SAP (+36%): In der IT Branche gibt es unterschiedliche Positionierungen: Hard- oder Software, IT Services, Halbleiter oder Equipment Business. SAP hat ein lukratives Marktsegment mit dem Thema Enterprise-Management-Software besetzt und bleibt darin unangefochtener Weltmarktführer. Kurzfristig erscheint uns die Bewertung fair, längerfristig und für geduldige Investoren betrachten wir sie als attraktiv. Im Bereich der Künstlichen Intelligenz zählt SAP zu den Marktführern. Der neue globale Head von SAP hat den entsprechenden Bereich bei Microsoft aufgebaut und lange geleitet.

DHL Group (+28%): Der deutsche Konkurrent von Kühne+Nagel (+30%) entwickelt sich eindrucklich und hat die Guidance für das Gesamtjahr 2023 erhöht. Die Bewertung ist immer noch deutlich günstiger als diejenige von K+N und die Dividendenrendite liegt deutlich über 4% mit interessanten Perspektiven.

Axa (+13%): Der weltgrösste Versicherer übertrifft mit seiner Gesamtrendite den Konkurrenten Zurich Insurance (-1%) bislang klar. Das Ergebnis im ersten Halbjahr (+4.1 Mrd. €) liess klar erkennen, dass die Guidance für das laufende Jahr (+7.5 Mrd. €) erreicht werden dürfte. Die hohe Solvency Ratio (+20% auf 235%) lässt auch unter der neuen Rechnungslegungsrichtlinie IFRS 17 auf eine Gewinnverdichtung durch ein Aktienrückkaufprogramm hoffen.

Einen Durchhänger beim Aktienkurs erfuhr im bisherigen Jahresverlauf der globale Laborausrüster ThermoFisherScientific (+1%), der sich besser als Roche Diagnostika (Roche -7%) entwickelte. Weit überdurchschnittlich entwickelte sich dagegen der indische Aktienkorb (+8%), der deutlich stärker anstieg als sein Benchmark MSCI Emerging Markets (+5%). Dessen Aussichten bleiben intakt, denn der indische Subkontinent befindet sich in einer ausgezeichneten strukturellen Dynamik.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗→	↗	Der SMI büsste im August 1.6% ein. Ausreisser nach oben war UBS (+22%). Am unteren Ende der Skala lagen Richemont (-10%), Geberit und Sika (je -7%).
Aktien Eurozone, Europa	↗→	↗	Im August erzielte die UBS europaweit die beste Performance. Beim Zahlungsanbieter Adyen halbierte sich der Kurs (-90%).
Aktien USA	↗→	↗	Eine gute Performance wird insbesondere im Schlussquartal erwartet. Das ist seit über hundert Jahren ein gefestigtes saisonales Muster.
Aktien Schwellenländer	↗→	↗	Der breite Index MSCI Emerging Markets war im bisherigen Jahresverlauf stark von chinesischen Aktien geprägt und vermochte bislang nicht zu überzeugen.

Alternative Anlagen

Die Rohölpreise ziehen an



Rohölpreise der Sorte «Crude WTI» in US-Dollar in den letzten 24 Monaten (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Als Zeichen einer sich erholenden Weltwirtschaft konnte in den vergangenen zwei Monaten beobachtet werden, wie sich die Rohölnotierungen wieder Richtung 80 Dollar pro Fass entwickelt haben. Verbessert haben sich auch die Aussichten für Privatmarktanlagen, seit das Fenster für Börsenneulinge wieder aufgegangen ist. Zudem etablieren sich Nachranganleihen von Versicherungen in einer interessanten, renditeträchtigen Nische.

Die Alternativen Anlagen sind ein Feld von Anlagemöglichkeiten, die nicht in die traditionellen Gefässe (Aktien, Anleihen, Immobilien) hineinpassen. Diese Anlagen sind nicht homogen und weisen keine einheitlichen Risiko-/Renditemuster auf.

Eine Kategorie sind die Rohstoffe. Tendenziell trägt ein starkes Weltwirtschaftswachstum zu erhöhten Rohstoffnotierungen bei. Aber die einzelnen Märkte haben äusserst unterschiedlich steile Angebots- und Nachfragekurven, was manchenorts kartellistisches Vorgehen ermöglicht (z. B. im Bereich von Rohöl durch Angebotsverknappungen). Durch entsprechende Kürzungsmassnahmen konnten die Rohölpreise um knapp 4% in diesem Jahr gesteigert werden. In anderen Märkten gibt es wesentlich mehr Spekulation (z. B. bei Flüssig-Gas). Zahlreiche Spekulanten kauften Gas ein, um es in einem kalten Winter oder Frühling zu höheren Preisen zu verkaufen.

Der Schuss ging nach hinten los. Die Gaspreise liegen inzwischen 35% bis 60% tiefer als zu Jahresbeginn.

Eine zweite Kategorie sind nachrangige Versicherungsanleihen. Die Versicherungsbranche ist gut kapitalisiert. Im Durchschnitt liegt die Solvenzquote bei 217% – wobei nur 100% erforderlich wären, um ein 200-Jahres-Schadenereignis zu überstehen. Jedes Jahr wird neues Kapital generiert und erhöht damit dem Unternehmen die finanzielle Flexibilität. Axa hatte beispielsweise durch ihre Operations im Jahr 2022 die Solvenzquote von 217% auf 241% erhöht, was anschliessend zu einer grosszügigen Dividendenausschüttung führte. Selbst wenn ein Stressfall eintreten würde, wäre eine Versicherung rasch in der Lage, im Rahmen der jährlichen Erneuerung von Versicherungen erprobte Massnahmenbündel (z. B. selektiveres Underwriting, Stornieren von unprofitablen Geschäftsfeldern usw.) einzusetzen.

Versicherer sind keine Banken und betreiben das konservativere Geschäftsmodell. Es gibt keine empirische Evidenz für einen «Versicherungs-Run». Eine intensive regulatorische Aufsicht verhindert strategische Abenteuer. Umso attraktiver erscheinen uns die Branchen- und Strukturprämien, die sich über mehrere Jahre hinweg erwirtschaften lassen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Der Bloomberg Commodity TR Index (in Dollar) liegt 3% tiefer als zu Jahresbeginn, hat sich aber von seinem Tiefstwert Ende Mai deutlich erholt.
Gold, Edelmetalle	→	→	Der Goldpreis hat sich Ende August (1'714 CHF) gegenüber dem Vormonat nicht verändert und liegt gegenüber dem Jahresanfang leicht im Plus (+1.5%).
Insurance Linked Securities	↗	↗	Nachrangige Versicherungsanleihen verfügen über historisch tiefe annualisierte Ausfallraten (ca. 0.3%) und weisen deshalb ungebrochen gute Perspektiven auf.
Private Equity	→	↗	Wir rechnen über die kommenden 12 Monate mit einer spürbaren Erholung der «Listed Private Equity» Lösungen, die derzeit mit Discount gehandelt werden.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)						
		31.08.2023	08/2023	2023 YTD	2022	2021	2020	
Aktien								
SMI	CHF	11'126.0	-1.6%	+3.7%	-16.7%	+20.3%	+0.8%	
SPI	CHF	14'664.7	-1.8%	+6.8%	-16.5%	+23.4%	+3.8%	
DAX	EUR	15'947.1	-3.0%	+11.0%	-16.3%	+10.4%	+3.5%	
CAC 40	EUR	7'316.7	-2.4%	+9.5%	-13.9%	+23.6%	-7.4%	
FTSE MIB	EUR	28'831.5	-2.8%	+17.9%	-17.3%	+17.3%	-5.4%	
FTSE 100	GBP	7'439.1	-3.4%	+0.1%	-8.8%	+16.7%	-19.2%	
EuroStoxx50	EUR	4'297.1	-3.9%	+9.8%	-16.0%	+16.0%	-5.4%	
Dow Jones	USD	34'721.9	-0.9%	+0.3%	-7.7%	+22.2%	-1.8%	
S&P 500	USD	4'507.7	-0.3%	+12.4%	-18.5%	+30.6%	+6.5%	
Nasdaq Composite	USD	14'035.0	-0.7%	+28.4%	-32.3%	+25.0%	+31.6%	
Nikkei 225	JPY	32'619.3	-2.5%	+7.8%	-19.7%	-2.6%	+11.6%	
Sensex	INR	64'831.4	-1.6%	+2.1%	-4.8%	+23.2%	+3.4%	
MSCI World	USD	2'986.0	-1.1%	+9.9%	-18.5%	+23.7%	+4.5%	
MSCI EM	USD	980.3	-4.9%	-1.8%	-21.5%	-1.8%	+6.1%	
Obligationen (gemischt)								
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.1	-0.4%	0.0%	-13.2%	-3.0%	+3.5%	
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	177.6	-0.8%	+0.4%	-16.7%	-2.0%	+6.4%	
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	323.6	-0.5%	+3.6%	-13.6%	+1.4%	+3.7%	
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	255.5	-1.5%	+0.6%	-18.2%	-2.7%	+4.3%	
Staatsobligationen								
SBI Dom Gov	CHF	173.2	+0.8%	+8.5%	-17.0%	-4.2%	+2.1%	
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.4	-0.9%	-2.1%	-15.0%	-3.5%	+6.3%	
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	175.7	+0.1%	+1.4%	-18.9%	-3.7%	+4.6%	
Unternehmensobligationen								
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	177.1	+0.5%	+3.0%	-7.5%	-0.5%	+0.5%	
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.6	-1.2%	-0.2%	-18.5%	-2.3%	+8.0%	
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	562.8	-0.1%	+4.1%	-13.7%	+4.1%	+5.1%	
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	158.7	0.0%	+2.1%	-14.1%	-1.2%	+2.4%	
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	273.6	+0.1%	+4.6%	-10.9%	+3.2%	+2.1%	
Alternative Anlagen								
Gold Spot CHF/kg	CHF	55'103.8	+0.0%	-0.5%	+1.0%	-0.6%	+14.6%	
Commodity Index	USD	106.0	+0.3%	-10.0%	+15.1%	+30.8%	-11.6%	
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'166.7	-2.5%	-2.4%	-17.3%	+7.6%	+13.0%	
Währungen								
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8834	+1.3%	-4.4%	+1.3%	+3.1%	-8.4%	
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9579	-0.1%	-3.2%	-4.6%	-4.0%	-0.4%	
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.6070	-0.9%	-13.9%	-11.0%	-7.5%	-3.8%	
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1195	+0.0%	+0.1%	-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 31.08.2023; Wirtschaftsdaten per 31.08.2023; Wirtschaftsprognosen vom 31.08.2023; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.