



Moränenlandschaft von Menzingen, Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Erhöhte Wachstumsprognosen für das 4. Quartal

Die Wachstumsprognosen für das vierte Quartal in Europa sind gegenüber dem vergangenen Quartal erhöht worden. Das lässt auf einen guten Jahresabschluss 2021 hoffen, volkswirtschaftlich wie auch auf der Ebene der Unternehmen und ihrer Gewinnentwicklung. Damit verbunden sein wird auch ein solider Ausblick auf die kommenden beiden Jahre, die im Zeichen der fortgesetzten wirtschaftlichen Erholung stehen werden. Vorerst gilt es immer noch, pandemiebedingte Angebotsengpässe und globale Lieferkettenunterbrüche, unter denen die Betriebe der Industrie 4.0 besonders leiden, zu überwinden. Die massgeblich energiepreisbedingten Teuerungszunahmen flachen dagegen ab und dürften sich ab dem vierten Quartal 2021 (USA) resp. ersten Quartal 2022 (Europa) rückläufig entwickeln.

Der Vorsitzende der US-Zentralbank Federal Reserve (Fed) hat

unlängst angedeutet, dass er das Inflationsziel bald als erreicht betrachtet. Allerdings hat die Fed als gleichberechtigtes Ziel nebst der Preisstabilität die Vollbeschäftigung zu verfolgen. Da bleibt weiterhin einiges im Argen. Die Beschäftigungsquote liegt anhaltend tief, und insbesondere Niedrigverdiener und Mitglieder von Minderheiten haben es schwer, im gegenwärtigen konjunkturellen Aufschwung vom Arbeitsmarkt erfasst zu werden. Die Fed misst dem Kampf gegen Ungleichheit inzwischen mehr Bedeutung bei und kommuniziert dies auch klar und transparent.

Die Zinsen haben sich von ihren tiefsten Niveaus substanziell gelöst. In den USA rechnet man inzwischen mit einer Leitzinserhöhung von 0.25% bis Ende 2022, im Vereinigten Königreich sogar mit drei derartigen Leitzinserhöhungen. In der Schweiz dürften die Leitzinsen unverändert bleiben.

Herausforderndes Umfeld im September

Zum Glück bleibt der Zeitwert des Geldes Null. Denn es braucht derzeit etwas Geduld, bis die Märkte sich wieder auf einen klaren Aufwärtspfad bewegen. 17 Monate lang ging es praktisch ununterbrochen aufwärts, im September legten die Aktienmärkte eine Pause ein und die Anleihensmärkte fielen zinsbedingt zurück. Die Volatilität stieg um rund 27%. Der aktienbezogene Swiss Market Index (SMI) fiel um 6.1%, während der Index der eidgenössischen Anleihen (SBIDGT) eine Werteinbusse von 2.0% im Monat September verzeichnete. Der Weltaktienindex (MSCI World) verlor 4.1%, der technologiebezogene Nasdaq 5.3% und der chinabezogene Golden Dragon Index gar 9.8%.

Mit diesen Eckwerten erstaunt es nicht, dass im September die

risikofreudigen Anlagelösungen stärkere Einbussen erlitten haben. Das zeigt sich anschaulich anhand vom Fondspicking100 (-2.5% auf +14.7% seit Jahresbeginn). Die breit diversifizierten Anlagegefässe in der Freizügigkeitsstiftung vermochten dank dem Einsatz von Anlagestiftungen den Rückgang abzufedern und büssten im September im Wesentlichen die positive Performance vom August ein – mehr nicht. In der Risikoklasse 2 liegt die Freizügigkeitsstiftung bei +7.7% seit Jahresbeginn (-1.6% im September), in der Risikoklasse 3 bei +8.7% (-2.2%).

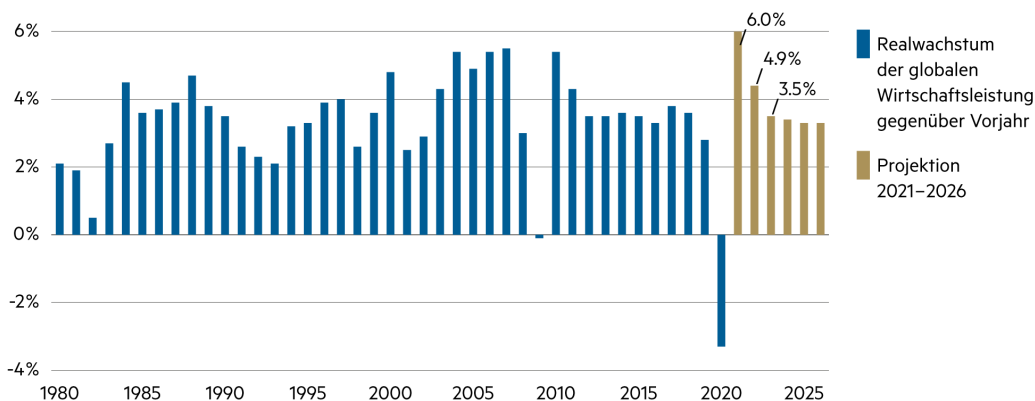
In der Risikoklasse 3 lag die einzeltitelbasierte Monatsperformance bei rund -3%. Im Revo 3 fiel sie mit -3.7% etwas stärker negativ aus als in der Lösung Z3 mit -3.0% und R3 mit -2.8%.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien	September 2021	YTD 2021	Seit Lancierung* bis 31.12.2020	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz R1	-1.6% ↓	+4.2% ↑	+43.4% ↑	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz R2	-2.4% ↓	+8.4% ↑	+83.8% ↑	+5.2% ↑
Zugerberg Finanz R3	-2.8% ↓	+9.9% ↑	+96.5% ↑	+5.8% ↑
Zugerberg Finanz R4	-3.0% ↓	+11.2% ↑	+69.1% ↑	+4.9% ↑
Zugerberg Finanz Z1	-1.9% ↓	+2.8% ↑	+46.1% ↑	+3.2% ↑
Zugerberg Finanz Z2	-2.6% ↓	+6.1% ↑	+70.5% ↑	+4.5% ↑
Zugerberg Finanz Z3	-3.0% ↓	+8.8% ↑	+89.9% ↑	+5.5% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-1.9% ↓	+2.8% ↑		
Zugerberg Finanz Revo2	-3.0% ↓	+5.5% ↑		
Zugerberg Finanz Revo3	-3.7% ↓	+6.3% ↑		
Zugerberg Finanz Revo4	-4.5% ↓	+7.6% ↑		
Zugerberg Finanz Revo5	-5.5% ↓	+8.2% ↑		
Fondbasierte Strategien	September 2021	YTD 2021	Seit Lancierung* bis 31.12.2020	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz Fondspicking 30	-1.5% ↓	+5.0% ↑	+19.4% ↑	+1.5% ↑
Zugerberg Finanz Fondspicking 60	-1.9% ↓	+10.0% ↑	+37.1% ↑	+2.7% ↑
Zugerberg Finanz Fondspicking 100	-2.5% ↓	+14.7% ↑	+44.9% ↑	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 20	-1.3% ↓	+3.1% ↑	+7.0% ↑	+0.6% ↑
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 40	-1.8% ↓	+7.0% ↑	+10.5% ↑	+0.8% ↑
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 100	-2.6% ↓	+13.3% ↑	+15.7% ↑	+1.2% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit	September 2021	YTD 2021	Seit Lancierung* bis 31.12.2020	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-1.0% ↓	+1.6% ↑	+14.0% ↑	+1.7% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-1.5% ↓	+4.1% ↑	+47.8% ↑	+3.3% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-1.6% ↓	+7.7% ↑	+74.6% ↑	+4.8% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-2.2% ↓	+8.7% ↑	+91.0% ↑	+5.5% ↑
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge	September 2021	YTD 2021	Seit Lancierung* bis 31.12.2020	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-1.9% ↓	+2.8% ↑		
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-3.0% ↓	+5.5% ↑		
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-3.7% ↓	+6.3% ↑		
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-4.5% ↓	+7.6% ↑		
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-5.5% ↓	+8.2% ↑		

* 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

Erhöhte Zuversicht für die Jahre 2022 und 2023



Reales Wachstum der globalen Wirtschaftsleistung (Quelle: IWF / Prognosen des IWF | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die globale Wirtschaftsleistung hat sich im laufenden Jahr vom Einbruch im vergangenen Jahr klar erholt. Doch ein erheblicher Teil der wirtschaftlichen Dynamik wird sich nach den Prognosen verschiedenster Institutionen erst in den kommenden zwei Jahren niederschlagen. Das Expansionstempo bleibt somit ungebrochen hoch und die Prognosen für die Jahre 2022/23 wurden jüngst sogar leicht erhöht.

Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) sagt der europäischen Wirtschaft für dieses Jahr wegen Lieferengpässen in der Industrie ein geringeres Wachstum als bislang angenommen voraus. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) werde für Deutschland um 2.9% zulegen, heisst es im jüngsten Ausblick. Im Mai hatte die OECD noch ein Wachstum von 3.3% für Deutschland vorhergesagt. Dafür wurde die Prognose für 2022 von 4.4 auf 4.6% angehoben. Auch für das Jahr 2023 herrscht eine erhöhte Zuversicht vor.

Die stark in den globalen Handel eingebundene Autoindustrie und das verarbeitende Gewerbe insgesamt sind besonders hart von den weltweiten Lieferengpässen und Logistikschwierigkeiten betroffen. Vorübergehend kommt es zu mehrwöchigen Produktionsstopps – notabene für ein Gut, das nicht einmal 1% der Produktionskosten ausmacht. Gerade in der Automobilbranche, in der «Just in Time» Produktionsprozesse praktisch ohne Lagerhaltung «optimiert» worden sind, wurden Lieferkettenrisiken kolossal unterschätzt.

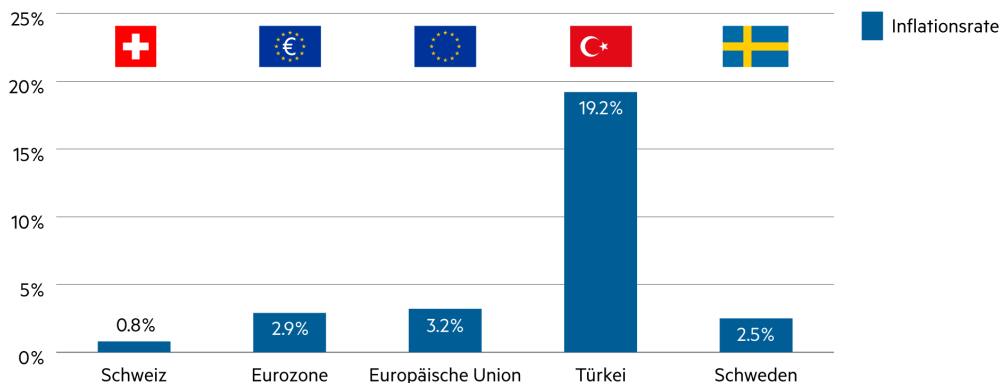
Ab dem vierten Quartal dürften eine allmähliche Auflösung der Lieferengpässe und eine stärkere Erholung eintreten. Für die Weltwirtschaft erwartet die OECD für 2021 ein marginal tieferes Wachstum von 5.7% (bisher 5.8%) und für 2022 wurde die Wachstumsprognose dafür erhöht. Für 2022 gehen viele Ökonomen von einem Wirtschaftswachstum aus, das um 0.5% höher liegt als bisher erwartet wurde. Stärkste Stützen des Wachstums bleiben demnach der Welthandel und vor allem der private Konsum. Das «Zwangssparen» durch Corona scheint vorbei zu sein, die Nachholeffekte werden bis in die nächsten beiden Jahre hineinragen. Die ursprünglich für den Sommer und Herbst 2021 erwartete kräftige Erholung nach Corona verschiebt sich weiter.

Interessant ist dabei, wie sich beispielsweise Kreuzschiffahrtsgesellschaften vernehmen lassen. Die norwegische Hurtigruten nimmt ab Winter 2021/22 wieder Passagiere auf. Die Aktienkurse der ganz grossen Gesellschaften (Carnival Cruises, Norwegian Cruise Line und Royal Caribbean) haben in den letzten Wochen klar zugelegt und befinden sich zumeist auf einem mehrmonatigen Hoch. Die Buchungszahlen für Schiffsreisen in den Jahren 2022/23 haben jüngst enorm zugelegt – wie überhaupt der gesamte Index der Branche Reisen und Freizeit. Beispielsweise legten die Aktien vom Flughafen Zürich im September 10% zu, weil sich im internationalen Tourismus und Reiseverkehr eine Normalisierung bis 2024 abzeichnet.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	→↗	↗	Das KOF-Konjunkturbarometer sinkt im September auf 110.6 Punkte. Das Barometer liegt jedoch weiterhin über seinem langfristigen Durchschnitt.
Eurozone, Europa	→↗	↗	Die Inflationsrate wird sich in den nächsten Jahren verlangsamen und der Nachfragesog (Stimulusprogramme) wie auch der Kostendruck werden abnehmen.
USA	→↗	↗	Das Wirtschaftswachstum hat vermutlich bereits seinen Höhepunkt überschritten. Das Wachstum bleibt jedoch auch in den Jahren 2022/23 hoch.
Rest der Welt	→↗	↗	Chinas Staats-, Partei- und Armeeführer Xi Jinping stärkt seine Rolle weiter. Wirtschaftspolitische Eingriffe führen zu einem Anstieg der Risikoprämien.

Liquidität, Währung

Geldpolitische Zurückhaltung bahnt sich an



Aktuelle Inflationswerte (Quelle: Eurostat, HVPI Gesamtindex August | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Pandemie ist noch nicht ausgestanden, und die Weltwirtschaft bleibt nach wie vor weit von einer Normalisierung entfernt. Die Zentralbanken beginnen jedoch weltweit, ihren geldpolitischen Expansionskurs zu überdenken. Sowohl die US Federal Reserve (Fed) wie auch die Europäische Zentralbank (EZB) legen angesichts der anhaltenden Risiken gegenwärtig grossen Wert auf geldpolitische Flexibilität.

Die anhaltenden Lieferengpässe im Welthandel sowie die Corona-Pandemie drücken auf die Stimmung der Wirtschaft in der Eurozone. Wie die Marktforscher von IHS Markit mitteilten, sank der Einkaufsmanagerindex im September um 2.9 Punkte auf 56.1 Zähler. Der Barometer blieb jedoch deutlich über der Wachstumsschwelle von 50 Zählern. Das konnte in einem wichtigen Index bestätigt werden.

Nachdem das Stimmungsbarometer der EU-Kommission für den Euroraum im Sommer vorerst seinen Höhepunkt erreicht hatte, zeigten sich Unternehmen und Konsumenten im September wieder optimistischer. Der bedeutungsvolle Economic Sentiment Indicator (ESI) verbesserte sich gegenüber dem Vormonat um 0.2 auf 117.8 Punkte, während Analysten von einem weiteren Rückgang auf 117.0 Zähler ausgegangen waren. Die Entwicklung ist in den verschiedenen Branchen aber unterschiedlich. So verbesserte sich die Stimmung in der Industrie und bei den Konsumenten, während der Dienstleistungssektor und der Einzelhandel sich pessimistischer äusserten.

Vor dem Hintergrund der fortgesetzten wirtschaftlichen Erholung plant die Europäische Zentralbank (EZB) im vierten Quartal dieses Jahres, ihre Anleihekäufe leicht zu drosseln. Das entschied der EZB-Rat bei seiner September-Sitzung in Frankfurt. Demnach soll der Erwerb von Staats- und Unternehmenspapieren im Rahmen des Corona-Notkaufprogramms Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) «moderat» geringer ausfallen als in den beiden Quartalen zuvor. Der Rat sei der Ansicht, dass die gegenwärtig günstigen Finanzierungsbedingungen auch mit einem niedrigeren Kauftempo aufrechterhalten werden können.

EZB-Präsidentin Christine Lagarde bekräftigte diese Einschätzung in einer Pressekonferenz im Anschluss an die Sitzung. Wie stark die Zentralbank das Kauftempo drosseln wird, liess sie jedoch offen. Zuletzt hatte die EZB über das PEPP monatlich etwa 80 Milliarden Euro in Wertpapiere gesteckt. Zugleich bestätigten die Währungshüter die Laufzeit des Programms mit einem Volumen von 1.85 Billionen Euro bis mindestens Ende März 2022.

Es ist gut, dass sich der EZB-Rat bewegt und einen allerersten Trippelschritt auf dem langen Weg zu einem Ende der Anleihekäufe unternimmt. Die Inflationswerte, geprägt vom Basiseffekt des Jahres 2020, sind nicht besorgniserregend, weshalb ein Ende der geldpolitischen Unterstützung noch nicht in Sicht ist. Trotz des verbesserten makroökonomischen Umfelds geht von der Pandemie immer noch ein hohes Mass an Unsicherheit aus. Unterdessen kann man davon ausgehen, dass die EZB auch 2022 den Leitzins unverändert auf dem Rekordtief von 0.0% belässt.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Thomas Jordan, der SNB-Direktoriumsvorsitzender, kehrte nach einer Herzoperation und mehrwöchiger Erholungspause wieder in sein Amt zurück.
Euro / Schweizer Franken	↗	↗	Dieses Währungspaar dürfte sich weiterhin in einer engen Handelsspanne bewegen. Mit 1.08 bleibt das Erholungspotenzial weiterhin beträchtlich.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Der Dollar hat sich gegenüber dem Franken parallel zum USD-Index (DXY) im September – hauptsächlich zinsbedingt – um 1.7% gestärkt.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Weiterhin bleibt die Handelsspanne gering, wobei der Ausblick aufgrund der robusten Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse für den Euro positiv bleibt.

Anleihen

Verstärkte Verkäufe von langfristigen Anleihen

Bei den Anleihen sorgten im September massive Verkäufe von langfristigen Anleihen für Kursverluste. Die zehnjährigen Benchmark-Staatsanleihen sowohl in der Schweiz wie auch in den USA büssten im September 1.4% respektive 1.5% ein. Das geht auf verstärkte Inflationsängste zurück, obschon ein wesentlicher Teil der Inflation sich mit der aussergewöhnlich starken Rohölpreisentwicklung gegenüber dem Vorjahr erklären lässt.

Wenn die Zinsen steigen, sinken die Anleihensurse. Auf dem Bestand von Anleihen respektive Obligationen werden Wertverluste erzielt. Aber die Zinsen verändern sich nicht einfach. Wenn von Zinsen die Rede ist, wird in der Regel die Rendite gemeint, d.h. die Rendite einer Anleihe bis sie zurückbezahlt wird respektive verfällt.

Die Zinsen respektive Verfallsrenditen sind letztlich das Resultat von Anleihenkäufen und -verkäufen. Setzt eine Kaufswelle ein, steigen die Anleihensurse und sinken demzufolge die Verfallsrenditen. Bei einer Verkaufswelle sieht das genau umgekehrt aus. In unsicheren Zeiten wird das Kapital gerne in Staatsanleihen investiert, d.h. eine Kaufswelle wird ausgelöst. Doch jede Regel kennt ihre Ausnahmen. Der Monat September war gewiss von diversen Unsicherheiten geprägt, doch anstelle von gehäuften Käufen von Staatsanleihen kam es zu einer sehr starken Verkaufswelle. Der Index aller eidgenössischen Anleihen büsste im September 2.0% ein. Das war mehr als der Kursverlust von 1.4% der zehnjährigen Eidgenossen-Benchmarkanleihe, was darauf zurückzuführen ist, dass die durchschnittliche Duration bei den eidgenössischen Staatsanleihen bei 12.41 liegt.

Solche Verknüpfungen mögen für uns im Asset Management alltäglich sein, in der breiten Bevölkerung sind derartige Zusammenhänge nicht solid verankert. Bei der wirtschaftlichen und finanziellen Bildung junger Leute bestehen Umfragen zufolge teils deutliche Lücken. Viele können wenig mit Begriffen wie Inflationsrate und

Realverzinsung anfangen. Zugleich wünscht sich ein Grossteil der jungen Leute ein umfangreicheres Wirtschaftswissen.

Da könnte die Einführung eines entsprechenden Unterrichtsfachs sicherlich hilfreich sein, um Wissen zu Finanzthemen zu vermitteln. Ökonomische Bildung könnte Jugendlichen das nötige Rüstzeug geben, um die Welt und den Alltag besser zu verstehen. Man könnte zusätzlich mit einem kleinen Betrag beginnen, via einer Wertpapierlösung zu sparen und die Entwicklung der Ersparnisse auf dem Mobilphone zu verfolgen. Praktische Lernerfahrungen halten wir genauso wirkungsvoll wie die theoretischen. Es ist wie beim Autofahren: Das Bestehen der Theorieprüfung macht noch keinen guten Fahrer aus.

Zum Schluss möchten wir nochmals betonen, wovon wir ausgehen. Natürlich denken wir stets in verschiedenen Szenarien, und mittlerweile ist gewiss eine breite Palette von Inflationsergebnissen denkbar. Weil jedoch rund die Hälfte der gegenwärtigen Inflation in den USA durch zwei Faktoren (Energiepreise sowie Preise von Gebrauchtwagen) getrieben wird, nehmen wir im Hauptszenario an, dass die Inflation allmählich ihren Höhepunkt erreicht hat und in den kommenden zwei Jahren rückläufig sein wird.

Dies dürfte auch mit dem Ende der gegenwärtig anhaltenden Unterbrechungen der Lieferkette, welche die Preise für langlebige Güter bis Ende 2021 weiter über den Trend vor der Pandemie hinaus ansteigen lassen, einher gehen. Zudem kann damit gerechnet werden, dass sich das Lohnwachstum im Niedriglohnbereich abschwächen wird, dass aber die Verschärfung der Arbeitsmarktlage durch die demografische Entwicklung und den Fachkräftemangel das Lohnwachstum insgesamt erhöht bleiben wird. Entscheidend für den Einfluss auf die Inflation ist aber nicht das Lohnwachstum, sondern die Lohnproduktivität.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	⬇	⬇	Langfristig haben sich die Inflationserwartungen in den USA bei rund 2% und in der Eurozone bei 1.5% eingependelt. Negative Realrenditen dürfte es noch lange geben.
Unternehmensanleihen	⬆	⬆	Die vorrangigen kurz- und mittelfristigen Anleihen von Unternehmen mit sehr hoher Bonität handeln mittlerweile allesamt ebenfalls im negativen Renditebereich.
Hochzins-, Hybride Anleihen	⬆	⬆	Selektiv empfehlen wir den Beizug ausgewählter hybrider Anleihen, die durch den fortgesetzten konjunkturellen Aufschwung besonders profitieren können sollten.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Relativ solide Performance im September



Das Kreuzfahrtschiff «MSC Opera» verlässt den Hafen von Lissabon

Die beiden Anleihenslösungen, die einen zentralen Baustein in unseren anlageklassenübergreifenden Strategien bilden, haben sich im Umfeld von erhöhten Zinsen leicht negativ entwickelt. Der defensiv ausgerichtete Zugerberg Income Fund büsste 0.4% ein und liegt 0.9% höher als zu Jahresbeginn. Der auf Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund verlor 0.3% an Wert (+7.0% seit Jahresbeginn).

Der Zugerberg Income Fund ist erst drei Jahre jung, hat sich allerdings mit einer Rendite von +3.1% (annualisiert +0.9% p.a.) im anhaltend negativen Zinsumfeld solid entwickelt. Dessen Anlageziel ist es, für Anleger durch Investments am Kreditmarkt einen langfristigen Kapital- und Wertzuwachs in Schweizer Franken zu erzielen. Dabei zielt er auf das Herausfiltern von Anlagechancen an den globalen Kreditmärkten ab, wobei der Ratingdurchschnitt insgesamt stets im Bereich «Investment Grade» bleiben muss.

Der Zugerberg Income Fund umfasst mehr als 200 Anleihen, typischerweise im Umfang von etwa 2.5 Millionen Franken. Das führt zu einer hohen Diversifikation wie auch zu einer hohen Liquidität. Im September wurde eine Anleihe von Autoneum dazu genommen. Diese hat noch eine Restlaufzeit von vier Jahren, wirft aber 165 Basispunkte mehr ab als eine vergleichbare eidgenössische Staatsanleihe. In absoluten Werten umgerechnet wirft die Anleihe eine Rendite von 1.0% bis zum Verfall ab. Der Automobilzulieferer mit Hauptsitz in Winterthur ging durch eine Phase der Restrukturierung. Der Hersteller von Lärm- und Hitzeschutzsystemen bestätigte

nach einem beeindruckenden zweiten Semester 2020 im ersten Halbjahr 2021 den Aufwärtstrend.

Diverse Anleihen haben wir mit Gewinn veräussert, u.a. zwei vom Kakaoweltmarktführer Barry Callebaut sowie je eine von Rothesay Life, Unicredit und Syngenta. Auf dem Schweizer Kapitalmarkt haben wir die Aufstockung der nachrangigen Anleihe von Russian Railway mitgemacht und die neue Anleihe vom drittgrössten europäischen Wohnungsvermieter Heimstadten aufgenommen.

Der Credit Opportunities Fund umfasst etwas mehr als 130 Anleihen, ebenfalls im Umfang von durchschnittlich 2.5 Millionen Franken. Eine nachrangige Anleihe von Julius Bär nahmen wir neu auf. Der Vermögensverwalter verfügt über eine starke Eigenmittellücke und über gute Aussichten, von der Konsolidierung in der Branche zu profitieren. In weniger als zwei Monaten zur Rückzahlung fällig wird die Anleihe der Genfer Kreuzfahrtschiffsunternehmung MSC. Die Anleihe, die mit einem Coupon von 3.0% in Schweizer Franken ausgestattet ist, handelt wieder über 99%, nachdem sie mitten in der Coronakrise kurzfristig auf 64% gefallen war.

Von der konjunkturellen Erholung und einer soliden Sommersaison im südeuropäischen Tourismus vermochte auch Europcar zu profitieren. Das Unternehmen, europäischer Marktleader in der Autovermietung, wird vom ehemaligen Besitzer Volkswagen wieder übernommen. Damit haben wir auf dem gesamten Engagement eine gute Rendite erzielt und den Gewinn realisiert.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2021 (seit Jahresbeginn)	+0.9%	+7.0%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	+3.1% (+0.9%)	+37.6% (+3.6%)
Anteil positiver Renditemonate	68%	70%
Kreditrisikoprämie (in Basispunkten)	165 BP	393 BP
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB	BB-

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

Immobilien, Infrastruktur

Allmählicher Aufschwung für Infrastruktur-Unternehmen



Vonovia Immobilienkonzern: das 1'000. Solardach (Quelle: Vonovia/Simon Bierwald)

Mit der wirtschaftlichen Erholung nach dem Pandemietief manifestiert sich die unterschiedliche Geschwindigkeit bei Infrastruktur-Unternehmen. Die Aktien des Flughafen Zürich legten im September 10% zu. Jene von Veolia Environnement mit dem Schwerpunkt Abfallwirtschaft und Wasserversorgung blieben stabil. Vielversprechend ist das Potenzial bei den grossen europäischen Anbietern Vinci und Enel.

Bei den Infrastruktur-Unternehmen legen wir Wert auf eine hohe Qualität der Unternehmen und auf eine loyale, wachsende Endkundschaft. Die Wiedereröffnung des wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Lebens stützt die Infrastrukturbetreiber. Zudem profitieren sie vom Trend, dass zunehmend das Kapital von institutionellen Investoren «grüner» anlegt werden muss.

Konkret verlangen über 220 Finanzinstitutionen, die sich zum Bündnis «Climate Action 100+» zusammengefunden haben, von Unternehmen, ihre Treibhausgasemissionen zu reduzieren. Zudem sollen sie Reduktionsziele setzen, die im Einklang mit den Zielen des Pariser Klimaabkommens stehen.

Inzwischen zählen immer mehr Immobilien- und Infrastrukturbetreiber zum Kreis jener, die ambitionierte Zielsetzungen verfolgen. Dazu zählen Europas grösster Wohnungsvermieter Vonovia, der Chemiekonzern BASF wie auch der britisch-indische Stahlhersteller Tata Steel.

Vonovia hat durch die mehrheitliche Übernahme von Deutsche

Wohnen seine marktführende Stellung als grösster europäischer Immobilienkonzern zementiert. Im September hat sich Vonovia über den Verkauf von 14'750 Wohnungen zu einem fairen Preis aus dem «Zukunfts- und Sozialpakt Wohnen» mit der Stadt Berlin geeinigt, um der angespannten Mietsituation zu begegnen. Nachhaltigkeitsbezogen ist noch wichtiger, dass die erneuerbare Energie in Eigenregie mit unternehmenseigenen Handwerkern ausgebaut wird. Vonovia bestückt 30'000 Dächer mit Photovoltaik-Anlagen. Jedes geeignete Dach wird mit Photovoltaik-Modulen ausgestattet. Die jährliche Installationskapazität wird hierfür bis 2024 auf das Zehnfache gesteigert. Dadurch können bereits ab 2030 jährlich 194 Mio. kWh erzeugt und 76'500 Tonnen CO₂ vermieden werden.

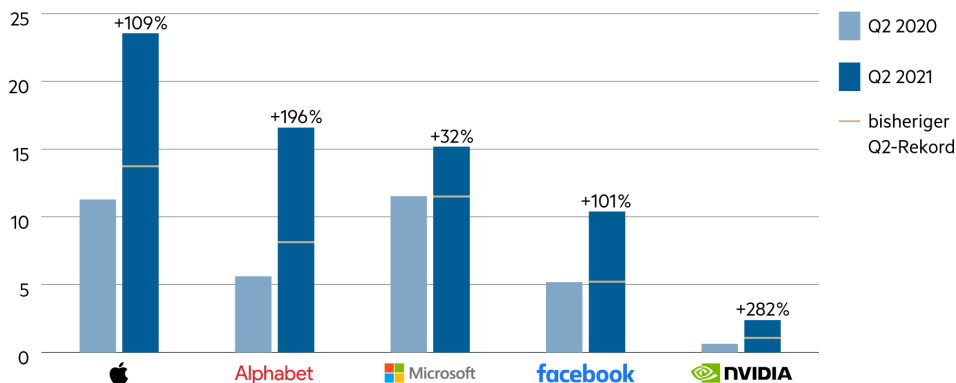
Der deutsche BASF Konzern unterzeichnete im September einen Rahmenvertrag, um globale Klimaneutralitätsziele schneller zu erreichen. Dazu erwarb er u.a. gleich die Hälfte eines grossen Off-shore-Windparks. Die CO₂-Emissionen hat BASF seit 1990 bereits annähernd halbiert – bei gleichzeitiger Verdopplung der Verkaufsmenge. Nun hat sich BASF das Ziel gesetzt, den Umsatz mit Produkten, die einen substanziellen Beitrag zur Nachhaltigkeit in der Wertschöpfungskette leisten (sog. «Accelerator-Produkte»), bis 2025 deutlich auf 22 Milliarden Euro zu steigern. Ein besonderes Augenmerk gilt dem Thema Kreislaufwirtschaft. Diese wiederum ist die globale Stärke von Veolia Environnement.

Auch bei Vinci, Enel und Orpea sind dies zentrale Eckpfeiler der Strategie geworden, wie wir in einem Monat berichten werden.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→↗	Hypothekarabschlüsse für längere Laufzeiten mehren sich im 3. Quartal 2021 im Vergleich zum Vorquartal, getrieben von der Sorge von Zinsanstiegen.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↘	→	Der Online-Trend nimmt weiterhin zu. Das IPO des digitalen Luxusuhren-Portal Chronext zeigt, dass auch die zentralsten Retailflächen unter Druck kommen.
Immobilienfonds CH	→	→	Schweizer Immobilienfonds haben sich schwächer als der globale Immobilienmarkt entwickelt, aber die Nachfrage der institutionellen Investoren dürfte anhalten.
Infrastruktur	↗	↗	Vorsicht vor vereinfachten Renditevergleichen von betreiberspezifischen Industrie- und Logistik-Immobilien mit generischen Wohnrendite-Immobilien.

Aktien

Aktienmärkte im gesunden langfristigen Aufwärtstrend



US-Technologie-Qualitätsaktien und deren Q2/21 Gewinn vs. Q2/20 (Quelle: Swiss Market Index, in Punkten | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Unternehmensergebnisse aus dem zweiten Quartal 2021 haben herausragende Verbesserungen bei den Margen und bei den Gewinnen gezeigt. Eindrücklich waren die Ergebnisse im Bereich der US-Technologiewerte. Auch unsere Selektion von Schweizer Aktien vermochte zu überzeugen. Deshalb sind wir der Auffassung, dass die Aktien der marktführenden Unternehmen zu ihrem Aufwärtstrend zurückfinden werden.

Vieles spricht dafür, dass die Märkte im September nach den Höchstwerten Ende August in einem Mix von Ängsten überreagiert haben. Inflations- und Zinsängste, Wachstumssorgen, Lieferschwierigkeiten in der Halbleiterindustrie und Chinas überschuldete Immobilienfirmen waren vordergründige Argumente, um nach einem beinahe 18-monatigen Aufschwung an der Börse Gewinne zu realisieren.

Derartige Unterbrüche sind typisch für einen gesunden langfristigen Aufwärtstrend an den Aktienmärkten und verunsichern uns nicht. Die Aktien des weltgrössten Nahrungsmittelkonzerns Nestlé, typischerweise ein Fels in der Brandung, fielen im September 4%. Die Aktien von Partners Group, dem europäischen Leader unter den Privatmarktanbietern, büssten 11% ein, ebenso jene vom Bauchemiekonzern Sika. Bei Holcim waren es gar 15%, obschon dessen Engagement in China gering ist und im Halbjahresbericht die grosse Nachfrage nach hochmargigem «grünem» Zement und Dachlösungen untermauert werden konnte.

Im Gesundheitswesen zeigte sich der Wert unserer Diversifikation. Während die Indexschergewichte Roche (-7% im September) und Novartis (-9%) überdurchschnittliche Einbussen erlitten, verlor HBM Healthcare «lediglich» 4%. Ausgezeichnet vermochten sich die Versicherungstitel zu halten. Der weltgrösste Konzern Axa legte im September 1% zu und Swiss Life büsste lediglich 2% ein. Swiss Life hat die Gewinnsschätzungen für das laufende Jahr angehoben.

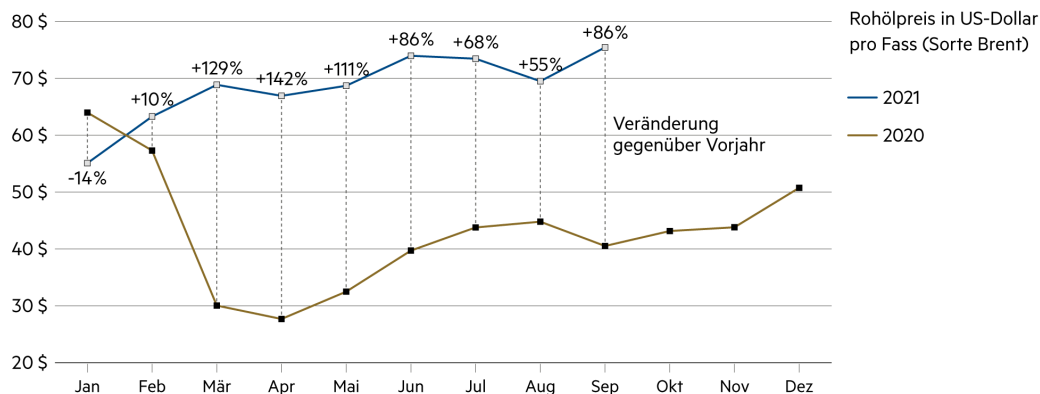
Die Deutsche Post DHL Gruppe steht mitten im intensivsten Quartal der Paketlieferungen ihrer Geschichte überhaupt. Der weltgrösste Spediteur ist ein spannender Logistikonzern, der kürzlich zudem höhere Preise durchsetzen konnte, weshalb ein Rekordgewinn absehbar ist und der Taucher beim Aktienkurs vorübergehend sein dürfte. Grösse spielt im Speditionsgewerbe eine wichtige Rolle, denn bei Fluggesellschaften, Reedereien und LKW-Transporteuren erhalten sie üblicherweise Mengenrabatte, sobald die eingekauften Frachtkapazitäten steigen. Das weltweite Liefernetz übertrifft sogar jenes von Kühne+Nagel. Zudem ist das Unternehmen in der Pandemiebekämpfung engagiert. Bereits Mitte September hat DHL den Meilenstein der logistischen Auslieferung von einer Milliarde Covid-19 Impfdosen erreicht.

Mit riesigen Schritten voran kommt auch die Deutsche Telekom, die das 5G Netzwerk in den USA und in Deutschland massiv ausbaut und damit die Grundlage für zukünftige Erträge sät. Die Microsoft-Aktien veräusserten wir vor ihrem Rückgang um 7%.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	➔	➔	Der Schweizer Aktienmarkt (SMI) verlor im September 6.1%. Die Prognosen für Gewinnsteigerungen bleiben für die kommenden 12 bis 24 Monate weiterhin gut.
Aktien Eurozone, Europa	➔	➔	Gemäss einer deutschen Umfrage sind Aktien als Anlage immer beliebter. Allerdings wird das Gewinnpotenzial von 40% der Erwachsenen unterschätzt.
Aktien USA	➔	➔	Die US-Technologieaktien können vom Aufschwung mit überproportional wachsenden Gewinnmargen weiterhin überdurchschnittlich profitieren.
Aktien Schwellenländer	➔	➔	Die Bewertung von chinesischen Aktien ist im Allgemeinen deutlich gesunken. Der Nasdaq Golden Dragon Index liegt 34% unter dem Jahresanfangswert.

Alternative Anlagen

Die Erholung der Rohölpreise treibt die Inflation



Rohölpreisentwicklung 2021 vs. 2020, absolutes Niveau und Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Inflationserwartungen haben sich in den vergangenen Monaten kaum auf ihrem tiefen Niveau verändert. Kurzfristig liegen die Inflationsraten deutlich höher, weil die aktuellen Preise mit jenen des Vorjahres verglichen werden. Es zeichnet sich jedoch eine Stabilisierung der Rohölpreise ab, was auf die Inflation dämpfend wirkt. Zudem flaut der Nachfragesog aus China ab und die globale Digitalisierung schreitet voran.

Es wäre falsch, die «Rückkehr der Inflation» zu proklamieren, ohne die zugrundeliegenden Kräfte zu analysieren. Im Ölförderkartell Opec+ haben Russland mit den arabischen Staaten die Produktion im vergangenen Jahr derart gekürzt, dass sich die Preise stabilisiert und allmählich wieder erhöht haben. Diese Energiepreisspirale war gewünscht, und die USA (notabene der grösste Ölförderer der Welt, sofern die Preise stimmen) halfen mit, die Öl- und Gaspreise hochzuschaukeln.

Nun ist es nicht so, dass das Ölangebot gewissermassen über Nacht wie bei einem Drehgriff am Wasserhahn ausgeweitet werden kann. Vielmehr dürfte es mehrere Monate dauern, bis die Angebotsknappheit technisch überbrückt ist. Gleichermassen scheint es naheliegend, dass der starke energiepreisbedingte Inflationsdruck aus der Covid-19-Delle im Frühjahr 2020 zurückgehen wird. Ebenso klar ist, dass sich die Wirtschaftsdynamik in China derzeit abschwächt und damit ein zentraler Faktor für eine weniger energie- und rohstoffintensive Zukunft sorgen wird. Hinzu kommt die Energiewende, die auch in China vorangetrieben wird.

Die chinesische Volkswirtschaft war in den letzten 20 Jahren stark von Infrastruktur- und Immobilien-Bauten geprägt. Das ändert sich gegenwärtig in rasantem Tempo, denn die Regierung unter Xi Jinping will die Immobilienspekulation reduzieren und den Binnenkonsum steigern. Damit wird ein Trend verstärkt, in dem sich China als Schwellenland ohnehin befindet: Der zweite Sektor verliert an Bedeutung und der dritte Sektor gewinnt strukturell hinzu. Damit verändert sich auch die Nachfrage nach Rohstoffen.

Während Bauvorhaben und industrielle Produktion traditionell rohstoff- und energieintensiv sind, sorgt eine Schwerpunkt-Verlagerung in den Dienstleistungssektor für einen sinkenden Bedarf. Bei vorhandenen Rohölförder- und Minen-Kapazitäten führt dies tendenziell zu einem deflationären Trend. Deflationäre Möglichkeiten sieht die EZB-Präsidentin Christine Lagarde zudem in der Verlagerung von wirtschaftlichen Aktivitäten auf digitale Dienstleistungen.

Die disinflationären Kräfte der ersten, industriell geprägten Globalisierungswelle nach dem Eintritt Chinas in die Welthandelsorganisation im Jahr 2001 haben global den Inflationsprozess gedämpft. Die Digitalisierung löst derzeit gerade eine zweite Globalisierungswelle aus, die auf der «Virtualisierung» von Dienstleistungen beruht. In der Krise hat die Digitalisierung einen Schub bekommen, der sonst einer Entwicklung über sieben Jahre entspricht. Sie dürfte zu einer höheren Produktivität und damit zu einem gedämpften Anstieg der Lohnstückkosten führen.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗	↗	Beispielhaft für viele spekulationsgetriebene Rohmaterialmärkte ist der Preis von Kupfer, der seit seinem Jahreshoch von Mitte Mai 14% zurückgefallen ist.
Gold, Edelmetalle	→↗	→	Die saisonale Goldnachfrage in Indien war stark, aber Finanzinvestoren verkaufen derzeit unablässig börsengehandelte Goldfonds und Gold-ETFs.
Insurance Linked Securities	→↗	↗	Wir favorisieren derzeit nachrangige Versicherungsanleihen. Bei gewissen nehmen wir Gewinne mit, andere können sich als gute Opportunität (Allianz) erweisen.
Private Equity	↗	↗	Mit den Privatmarktanlagen waren wir auch im September zufrieden. Sie haben sich in der Bewertung überdurchschnittlich gehalten und die Portfolios stabilisiert.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)						
		30.09.2021	09/2021	2021 YTD	2020	2019	2018	
Aktien								
SMI	CHF	11'642.5	-6.2%	+8.8%	+0.8%	+26.0%	-10.2%	
SPI	CHF	15'044.6	-5.7%	+12.9%	+3.8%	+30.6%	-8.6%	
DAX	EUR	15'260.7	-3.7%	+10.8%	+3.5%	+20.9%	-21.3%	
CAC 40	EUR	6'520.0	-2.4%	+17.3%	-7.4%	+21.8%	-14.4%	
FTSE MIB	EUR	25'683.8	-1.3%	+15.1%	-5.4%	+23.6%	-19.3%	
FTSE 100	GBP	7'086.4	-0.6%	+14.1%	-19.2%	+14.7%	-16.7%	
EuroStoxx50	EUR	4'048.1	-3.6%	+13.8%	-5.4%	+20.3%	-17.6%	
Dow Jones	USD	33'843.9	-2.4%	+16.7%	-1.8%	+20.3%	-4.7%	
S&P 500	USD	4'307.5	-2.9%	+21.0%	+6.5%	+26.7%	-5.4%	
Nasdaq Composite	USD	14'448.6	-3.4%	+18.3%	+31.6%	+33.0%	-3.0%	
Nikkei 225	JPY	29'452.7	+5.5%	+5.2%	+11.6%	+17.8%	-9.3%	
Sensex	INR	59'126.4	+3.0%	+28.6%	+3.4%	+10.0%	-2.0%	
MSCI World	USD	3'006.6	-2.4%	+17.9%	+4.5%	+23.1%	-9.6%	
MSCI EM	USD	1'253.1	-2.3%	+2.4%	+6.1%	+13.5%	-15.8%	
Obligationen (gemischt)								
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	175.6	-1.2%	-2.8%	+3.5%	+3.7%	-0.4%	
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	212.9	-1.0%	-1.7%	+6.4%	+8.7%	-4.2%	
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	311.1	-0.4%	+2.9%	+4.7%	+10.5%	-5.1%	
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	313.3	-1.7%	-1.9%	+4.3%	+9.0%	-5.2%	
Staatsobligationen								
SBI Dom Gov	CHF	191.8	-2.0%	-4.5%	+2.1%	+4.4%	+0.7%	
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	167.8	-1.2%	-3.4%	+6.3%	+3.3%	-2.4%	
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	214.9	-1.2%	-3.2%	+4.6%	+6.2%	+0.6%	
Unternehmensobligationen								
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	186.5	-0.6%	-0.1%	+0.5%	+2.4%	-0.3%	
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	223.4	-1.2%	-2.2%	+8.0%	+10.7%	-5.7%	
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	624.3	-0.1%	+3.7%	+5.1%	+10.5%	-5.3%	
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	182.2	-0.7%	-0.5%	+2.4%	+5.8%	-1.7%	
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	294.4	-0.1%	+3.5%	+2.1%	+10.9%	-4.2%	
Alternative Anlagen								
Gold Spot CHF/kg	CHF	52'628.0	-1.4%	-2.6%	+14.6%	+16.4%	-1.6%	
Commodity Index	USD	100.8	+7.1%	+36.2%	-11.6%	+3.7%	-12.2%	
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'647.0	-0.4%	+6.1%	+13.0%	+21.7%	-4.4%	
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'429.9	+1.6%	+9.3%	-2.2%	+6.8%	-5.8%	
Währungen								
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9317	+1.8%	+5.3%	-8.4%	-1.6%	+0.8%	
Euro / Schweizer Franken	CHF	1.0786	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-3.5%	-3.8%	
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.8372	+0.7%	-2.3%	-3.8%	-0.6%	+3.6%	
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.2552	-0.3%	+3.8%	-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 indikativ 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, NAN – stock.adobe.com, Vonovia/Simon Bierwald; Schlusskurse per 30.09.2021; Wirtschaftsdaten per 30.09.2021; Wirtschaftsprognosen vom 30.09.2021; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.