



Morgenrot über der Rigi (Foto: Andreas Busslinger)

Schlussquartal häufig mit positiven Renditen

Das Schlussquartal in einem Kalenderjahr geht häufig mit positiven Renditen einher, geprägt von einem Blick vorwärts. Dieser wird auch in diesem Jahr wieder prägend sein. Die Weltwirtschaft findet nach einer überhitzten postpandemischen Phase wieder allmählich zu ihrem normalen Trott mit tieferen, aber positiven Wachstumsraten und einem balancierten Arbeitsmarkt zurück: Lieferketten sind wieder intakt, Transportkosten gehen zurück und die Produzentenpreise sind wieder stärker von Deflation als von Inflation geprägt.

Das werden bald auch die Konsumenten zu spüren bekommen. In Deutschland ist die Inflation erstmals seit zwei Jahren wieder auf das Niveau von vor dem Krieg in der Ukraine zurückgekehrt. Weil die Reallöhne in den kommenden Quartalen zulegen dürften, werden sich die konjunkturellen Aussichten bessern. In den USA nahm die Kerninflation im August noch lediglich 0.1% zu. Das ist

Preisstabilität, die sich in den kommenden Quartalen fortsetzen dürfte.

Gewiss näherte sich der Ölpreis als Folge der aussergewöhnlich guten Konjunktur im dritten Quartal der Marke von 100 Dollar je Barrel, was geldpolitische Ängste auferstehen und die Anleihsrenditen ansteigen liess. Die Anleihensmärkte mögen angesichts des starken Arbeitsmarktes noch nicht an den Zinsgipfel glauben. Die abkühlende Konjunktur im Schlussquartal dürfte in dieser Hinsicht wieder ein positives Stimmungsbild herbeiführen. Was bei steigenden Zinsen mit Anleihenkursen passiert, mussten Anleger im Jahr 2022 und teils im Jahr 2023 schmerzhaft erfahren. Die Jahre 2024 bis 2026 werden nun interessant, weil der Markt andersherum genauso funktioniert und für positive Renditen sorgen dürfte.

Anspruchsvoller September

Der Monat September endete mit einer enttäuschenden Performance sowohl für Anleihen wie auch für Aktien. Aus dem saisonalen Muster heraus ist dies wenig überraschend. Der September gilt als der schlechteste Anlagemonat im gesamten Kalenderjahr. Die Anleiheindizes büssten im vergangenen Monat durch steigende Renditen weltweit zwischen -0.5% und -3.0% ein. Der Weltanleihsindex, in Schweizer Franken abgesichert, lag mit -2.1% im Mittelfeld. Auf den Aktienmärkten lag die Monatsrendite zwischen -1.5% (Swiss Market Index = SMI) und -5.8% (US-Technologieindex Nasdaq). Auch mit Immobilienfonds liess sich das Bild nicht verbessern. Der entsprechende Schweizer Immo-Index liegt immer noch auf derselben Höhe wie zu Jahresbeginn, während der SMI in dieser Periode immerhin um 2.2% zuzulegen vermochte. Im September erzielten wir den positiven Unterschied insbesondere durch die Einzeltitel-Selektion. Unsere Schweizer Aktien haben im September eine Einbusse

von lediglich 1.0% (in der "balancierten" Risikoklasse 3 mit ca. 36% Schweizer Aktien) und 0.9% (in der Risikoklasse 4) erfahren.

Die Portfolios erlitten in den tiefen Risikoklassen eine moderate Einbusse, die aufgrund der Anleihensurse im Grunde genommen weitaus ausgeprägter hätte ausfallen können. In der Risikoklasse 1 mit maximal 20% Anteil Aktien lag die Rendite im September leicht im Minus (z. B. Revo1 -0.9%, R1 -0.6%). Dies gilt auch für Strategien mit höherer Aktienquote. Dort verursachten allerdings die Aktien zur Hauptsache das Minus im September (z. B. Revo4 und Revo5 je -1.0%). Die liquiden, auf Dividenden ausgerichteten Strategielösungen (z. B. RevoDividenden +0.9%, R Dividenden +1.0%) erlebten im September einen Wertzuwachs. In der Gesamtjahresbetrachtung stehen sie mit einem zweistelligen Renditeplus weiterhin an vorderster Stelle.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	September 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	-0.6% ↓	+2.3% ↑
Zugerberg Finanz R2	-0.5% ↓	+4.8% ↑
Zugerberg Finanz R3	-0.5% ↓	+5.9% ↑
Zugerberg Finanz R4	-0.5% ↓	+7.4% ↑
Zugerberg Finanz R5	-0.3% ↓	+6.3% ↑
Zugerberg Finanz RDividenden	+1.0% ↑	+10.1% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.9% ↓	+2.7% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	-0.9% ↓	+5.3% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-1.0% ↓	+6.3% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-1.0% ↓	+7.6% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-1.0% ↓	+8.7% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+0.9% ↑	+11.2% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-2.7% ↓	-5.5% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-3.8% ↓	-8.3% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-4.8% ↓	-10.7% ↓

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	September 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.9% ↓	+0.7% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-1.0% ↓	+1.7% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-0.9% ↓	+3.4% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-1.0% ↓	+3.9% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-0.9% ↓	+4.7% ↑

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	September 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.9% ↓	+2.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-0.9% ↓	+5.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-1.0% ↓	+6.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-1.0% ↓	+7.6% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-1.0% ↓	+8.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+0.9% ↑	+11.2% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-2.7% ↓	-5.5% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-3.8% ↓	-8.3% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-4.8% ↓	-10.7% ↓

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

Makroökonomie

Normalisierung der Konjunktur

	Reales Wachstum 2024e	Inflation 2024e	Nominelles Wachstum 2024e
USA 	1.5%	2.5%	4.0%
China 	4.0%	1.0%	5.0%
Indien 	6.0%	5.0%	11.3%
Eurozone 	1.0%	3.0%	4.0%
Schweiz 	1.0%	2.0%	3.0%

Geschätzte reale und nominelle Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2024 (Grafik: Zugerberg Finanz)

Im vierten Quartal 2023 zeichnet sich eine weitere Phase der Normalisierung der globalen Konjunktur ab. In der aktuellen Konjunkturphase erholen sich Schwellenländer in Europa, Asien und Lateinamerika rascher als die Industriestaaten und kehren zu eindrücklichen Wachstumsraten zurück. Auch in den westlichen Volkswirtschaften laufen die postpandemischen Verzerrungen allmählich aus, begleitet von veränderten geld- und fiskalpolitischen Massnahmen.

Die hohen postpandemischen Wachstumsraten in den OECD-Ländern werden derzeit durch moderate Werte ersetzt. Der Alltag von volkswirtschaftlichen Daten kehrt zurück. Die heftigen Ausschläge (Transportkosten, Lieferkettenstaus, Halbleiterkapazitäten, Rohstoffpreise usw.) gehören der Vergangenheit an. Ebenso die Inflationsdynamik der vergangenen zwei Jahre. Gewiss werden die Verzerrungen auf den Arbeitsmärkten noch anhalten, weil ein erheblicher Teil des Arbeitskräftepotenzials im Rahmen der Pandemie ihre Lebensplanung änderte. Realistisch ist jedoch auch in dieser Hinsicht der fortgesetzte Trend hin zu einer Balance. Die offenen Stellen darf man nicht überbewerten. Sie dienen vielen Unternehmen überhaupt als Signal dazu, dass man sich auf dem Arbeitsmarkt aktiv verhalten wird.

Ein gutes Zeichen der Normalisierung ist die Konsumentenstimmung. Es zeichnet sich ab, dass sich diese in den westlichen Volkswirtschaften – abgeleitet aus den BIP-Prognosen – moderat entwickelt. Zeichen der Normalisierung sind auch beim grenzüberschreitenden Tourismus und in der Lagerbewirtschaftung und bei den Produktionsprozessen der Industrieunternehmen zu beobachten. Allenthalben kann man betonen, dass sich die Geldpolitik ebenfalls

normalisiert. Während in den vergangenen Krisen im Rahmen einer quantitativen Lockerung eine massgebliche Unterstützung erfolgte, gilt diese atypische Phase inzwischen als beendet. Der Abschied vom «billigen» Geld vermochte trotz dem länderübergreifenden Regimewechsel allerdings keine konjunkturellen Schockwellen auszulösen. Viele Unternehmen haben die Tiefzinsphase genutzt, um sich weitsichtig und längerfristig zu finanzieren. Das gilt auch für private Haushalte und deren Finanzierung von Hypotheken. Zudem sind die Banken wesentlich kapitalstärker und resilienter als in der globalen Krise von 2008/09.

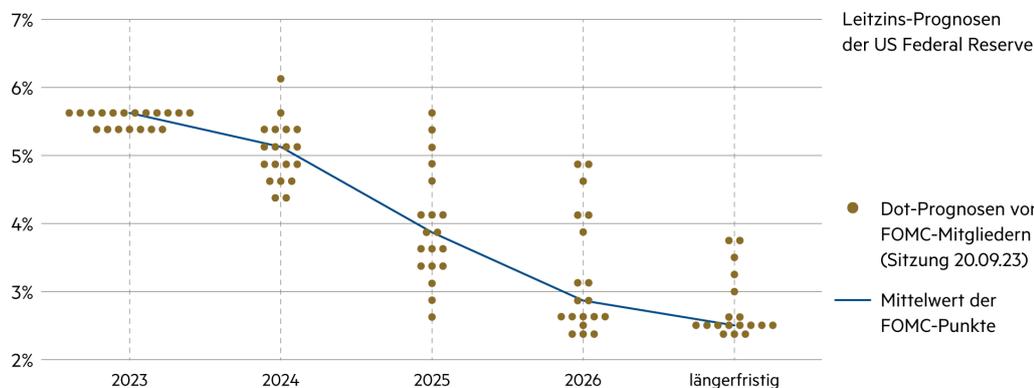
Global betrachtet stehen wir noch in einer Phase der Abkühlung des westlichen Teils der Weltwirtschaft, während sich Schwellenländer wie Polen, Tschechien und Griechenland, aber auch weite Teile Asiens und Lateinamerikas bereits eines eindrücklichen BIP-Zuwachses erfreuen. Die Weltwirtschaft wächst im Jahr 2023 rund 2.8%. Das dürfte in den beiden kommenden Jahren etwa so bleiben.

Dabei ist eine milde Rezession in vereinzelt Teilen der Weltwirtschaft nicht auszuschliessen. Doch für globale Unternehmen ist das weltweite Umfeld zentral. In vielen Märkten zeichnen sich nominelle Wachstumsraten von 4% bis 11% ab. Ein marktführendes Unternehmen dürfte dieses Wachstumspotenzial überdurchschnittlich zu nutzen wissen und das entsprechende Gewinnwachstum voranbringen. Deshalb rechnen wir nicht einmal mit einer milden «Gewinnrezession», sondern bei den von uns diszipliniert selektierten (marktführenden) Unternehmen mit einem anhaltenden Gewinn- und Dividendenwachstum in den kommenden 2 Jahren. Diese Unternehmen gelten tendenziell als fair bewertet. Deshalb erfährt unsere Aktienquote zu Beginn des vierten Quartals keine Veränderung.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗→	↗	Wie wir es erwartet haben, hat die Schweizerische Nationalbank den Leitzins bei +1.75% belassen. Die Inflation lag zuletzt bei +1.7%.
Eurozone, Europa	↗→	↗	Die jüngste EZB-Einschätzung geht weiterhin von einer sinkenden Arbeitslosigkeit aus. Das erhöht den Konsum und trägt zu einem moderaten Wachstum bei.
USA	↗→	↗	Der Zinserhöhungszyklus ist abgeschlossen. Im vierten Quartal dürfte sich der BIP-Zuwachs gegenüber dem dritten Quartal (ca. 3%) spürbar reduzieren.
Rest der Welt	↗	↗	Die Schwellenländer befinden sich auf einem Expansionskurs. Starke Wachstumsraten sind u. a. in Mexiko, Brasilien sowie Südafrika und Indien zu beobachten.

Liquidität, Währung

Die Leitzinsen werden sinken



Die Leitzins-Prognosen durch die US Federal Reserve vom 20. September 2023 (Grafik: Zugerberg Finanz)

Es ist unklar, wann die US-amerikanischen Leitzinsen sinken werden. Aber selbst der Offenmarktausschuss der Federal Reserve (Fed), der ja über die Leitzinsen entscheidet, geht in seiner Prognose über die nächsten drei Jahre von stark sinkenden Leitzinsen aus. Hintergrund ist der, dass die Inflation in jüngster Zeit praktisch zum Stillstand gekommen ist. In den letzten drei Monaten lag die Kerninflation in den USA annualisiert bei lediglich 2.2%.

Die USA verfolgen eine Politik der durchschnittlichen Inflationsrate («average inflation targeting») und haben mit ihrem restriktiven Kurs dazu geführt, dass die jüngsten Inflationswerte in den Zielbereich der Fed kamen. Das führte dazu, dass die Fed-Verantwortlichen mittelfristig von einem Leitzinssenkungspotenzial von rund 300 Basispunkten ausgehen. Das gegenwärtige Niveau von 5.5% liegt deutlich höher als die Fed-Prognose von Ende 2025 (3.875%) und von Ende 2026 (2.875%). Sollten die entsprechenden Prognosen eintreffen, hätte dies eine starke Erholung der Anleihen zur Folge. Eine Begleiterscheinung für den Franken-Anleger wäre allerdings auch die Abwertung des Dollars gegenüber dem Franken.

Auch in Europa beobachtet man breitflächig eine Mässigung der Inflation. Da ist man jedoch noch immer deutlich vom Ziel entfernt. Im gesamten Euroraum sank die Inflation von 5.2% im August auf 4.3% im September. Stark rückläufig war die Dynamik der Dienstleistungs-

preise. Die Industriegüter ohne Bau und Energie haben im Euroraum lediglich noch einen Jahreszuwachs von 1.6% erzielt. Im Mai 2022 lag der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr noch bei 16.0%.

Ohne neue Preisschocks wird sich die Gesamtinflation im Euroraum auf das 2% Ziel hinbewegen. In einzelnen Ländern des Euroraums ist die Inflationsrate sogar bereits negativ (z. B. die Niederlande mit -0.3%). In Belgien (+0.7%) liegt sie auch nicht besonders hoch. In den Niederlanden hat der starke Rückgang damit zu tun, dass die Verträge für Erdgas oftmals kurzfristig abgeschlossen werden.

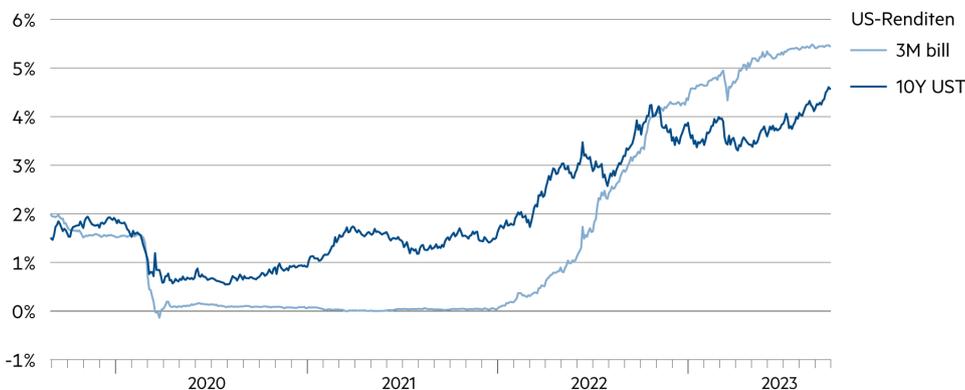
Durch die geldpolitischen Signale der Fed, die Leitzinsen länger hoch zu halten, hat sich der Dollar weiter erholt. Zuletzt lag er bei 0.92 gegenüber dem Franken (+3.6% in einem Monat, nur noch -1.0% seit Jahresbeginn). Der Euro legte mit 0.97 gegenüber dem Franken im September ebenfalls zu, aber nicht so stark (+1.1% in einem Monat; -2.2% seit Jahresbeginn).

Beide Währungsentwicklungen sorgen für Rückenwind von Schweizer Unternehmen, deren Umsätze respektive Erträge vorwiegend in diesen Währungsräumen generiert werden. Da die meisten Analysten die starke Währungsbewegung des Dollars noch nicht eingepreist haben, dürften zahlreiche Schweizer Aktien im vierten Quartal noch eine positivere Beurteilung im Hinblick auf den Jahresabschluss 2023 erfahren.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↗→	↗→	Wer dauerhafte Erträge über der Inflationsrate in der Schweiz (+1.7%) anstrebt, sollte überschüssige Liquidität in einem Wertpapier-Portfolio anlegen.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Mit 0.97 liegt der Wechselkurs in der Bandbreite der realistischen Erwartungen an dieses für die Schweizer Wirtschaft wichtige Währungspaar.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Im vierten Quartal dürfte das US BIP-Wachstum zwar noch positiv, aber eher schwach ausfallen. Entsprechend milde dürfte sich der Dollar-Auftrieb entwickeln.
Euro / US-Dollar	↗→	↗	Mit 1.05 wurde Ende September der tiefste Wert im laufenden Jahr gemessen. Die höhere Verzinsung im USD-Raum sorgt für einen entsprechenden Kapitalsog.

Anleihen

Am Ende des Leitzinserhöhungszyklus



Die US-Renditen zeigen einen abflachenden Verlauf (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im September kam es wohl zum Abschluss der Leitzinserhöhungen, da nur noch wenige Zentralbanken weltweit die Leitzinsen anhoben. Auch in den USA sind die Leitzinsen nicht weiter erhöht worden. Man spricht zwar von einer «Zinspause» und geht von einem Zinsgipfel bei rund 5.5% aus. In der Eurozone (4.0%) wurde noch ein letzter Schritt vorgenommen, in der Schweiz nicht mehr. Das macht die Chancen im Anleihebereich so attraktiv wie seit vielen Jahren nicht mehr.

Rund eineinhalb Jahre warteten die Zentralbanken mit raschen und markanten Zinserhöhungen auf. Anfangs 2022 wurde der Inflationsdruck noch unterschätzt. Inzwischen könnte er überschätzt werden, denn bereits wirken starke deflationäre Entwicklungen weltweit in die entgegengesetzte Richtung. Der Inflationsdruck schwächt sich deutlich ab. Bei den Produzentenpreisen sind inzwischen vermehrt deflationäre Preisentwicklungen zu beobachten. In den USA wurde im August eine PCE-Inflationsrate von +0.1% gemessen: Das ist Preisstabilität. Trotzdem besteht die Gefahr von geldpolitischen Fehlern, wenn die Zentralbanken aus Ungeduld ihre bisherigen scharfen Markteingriffe nochmals verschärfen würden.

Die Schweizerische Nationalbank liess den SNB-Leitzins unverändert bei 1.75%. Die über die letzten Quartale deutlich gestraffte Geldpolitik wirkt dem immer noch vorhandenen Inflationsdruck entgegen. Hinzu kommt unterstützend die konjunkturelle Abkühlung und der geringere Inflationsdruck aus dem Ausland. In ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung vom 21. September 2023 geht die SNB bei der Inflation von +2.2% für das Jahr 2024 und +1.9% für das Jahr 2025 aus. Sie liegt somit am Ende des Prognosezeitraums

knapp im Bereich der Preisstabilität.

In den USA ist das Zyklushoch erreicht. Der Schwerpunkt aus den Aussagen der Fed lag auf dem Punktdiagramm (der sog. «Dot Plot»). Einerseits gab es eine Aktualisierung bis Ende 2024 (5.125% als Medianwert) sowie bis Ende 2025 (3.875%) und andererseits eine neue Perspektive für 2026 (2.875%). Die Markterwartungen liegen am längeren Ende der Zinskurve nicht bei der realistischen Einschätzung durch die Fed. Wer nun der Fed vertraut, kann mit langfristigen Anleihen und hoher Bonität in den kommenden 24 bis 30 Monaten satte Renditen erzielen.

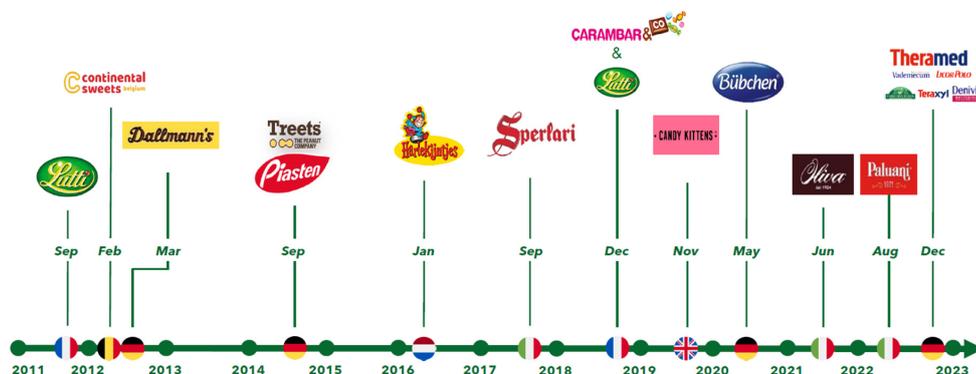
Die impliziten Markterwartungen gehen nicht mehr von weiteren Zinserhöhungen aus. Vielmehr stehen insgesamt rund sechs Zinssenkungen im Umfang von je 0.25% bis Ende 2025 aus. Die Fed selbst hat ja festgelegt, dass der Leitzinssatz längerfristig auf 2.5% zu liegen komme. Folglich ergibt dies einen Senkungsspielraum von insgesamt zwölf Zinssenkungen oder nominell 3.0% in den kommenden Jahren. Eine derartige Ausgangslage sollte man sich keinesfalls entgehen lassen.

Aber natürlich verstehen wir auch die Zögerer auf dem Kapitalmarkt. Sie bleiben überzeugt davon, dass die Fed mit ihrer Leitzinspolitik übersteuern und den Leitzins noch höher treiben werde, bis die Volkswirtschaft in eine Rezession gleitet. Aber selbst, wenn eine milde Rezession resultieren würde, wäre keine Volkswirtschaft darauf so gut vorbereitet wie die USA. Zudem ginge eine solche mit schnelleren Zinssenkungen einher, was das Erholungspotenzial von Anleihen noch attraktiver machen würde.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→↗	In der aktuellen Konjunkturphase erscheinen langfristige USD-Anleihen als eine sehr interessante Anlage über die kommenden 24 bis 30 Monate.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Anleger können in sämtlichen Ratingklassen des festverzinslichen Anleiheuniversums von attraktiven Risiko/Rendite-Verhältnissen profitieren.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Der Markt für hybride Anleihen hat sich im September gut entwickelt. Die Erholungstendenz dürfte weit ins Jahr 2024 hineinreichen.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Verbesserte Aussichten



Erfolgreiche Übernahmen durch Katjes International (Grafik: Katjes International)

Im September erfolgten weitere qualitative Verbesserungen im Zugerberg Income Fund (ZIF) wie auch im Credit Opportunities Fund (COF), welche sich in den kommenden Jahren auszahlen dürften. Während der von Staatsanleihen geprägte Weltanleiheindex, in Franken gesichert, im September mit -2.1% deutlich zurückfiel, hielt sich der ZIF mit -0.7% moderat. Der COF legte sogar leicht zu (+0.3%).

Der ZIF und der COF unterscheiden sich darin, dass der ZIF vor allem Zinsrisiken umfasst. Die typische Laufzeit ist allerdings bei weitem nicht so hoch wie bei einem Staatsanleihenindex, aber deutlich höher als im COF. Da liegt der Schwerpunkt nicht auf Zinsrisiken, sondern auf Kreditrisiken. Die Laufzeiten sind eher gering. In einem Monat mit einer absehbar moderaten wirtschaftlichen Dynamik kann davon ausgegangen werden, dass sich das Engagement in Kreditrisiken lohnt.

Solange keine tiefgreifende Rezession eintritt, ist nicht mit Ausfällen zu rechnen. Unternehmen mit einer führenden Marktstellung sind in der Lage, ihre Preise in einem inflationären Umfeld zu erhöhen und damit ihren Umsatz zu steigern. Entsprechend fällt es ihnen nicht schwer, mit den daraus erzielten Erträgen das nominell stabile Fremdkapital zu bedienen. Da die konjunkturelle Entwicklung anhält, resultierte im September ein typischer Monat, in dem man mit Unternehmensanleihen besser abschneidet als mit Staatsanleihen. Derzeit gibt es auch immer noch mehr «Rising Stars», d. h. Unternehmen, die mit einer Rating-Aufwertung bewertet werden, als «Fallen Angels», d. h. Unternehmen, die aus der Investment Grade Zone verschwinden.

Zu den neuen Unternehmensanleihen, die wir in den COF aufgenommen haben, zählt Katjes. Die Anleihe wirft 6.75% Zins in Euro in den kommenden fünf Jahren ab. Die deutsche Familienunternehmung weist eine Geschichte von cleveren kleineren Übernahmen aus. Mal heisst der Verkäufer Nestlé (z. B. bei der sensitiven Kinder-Sonnenlotion Bübchen), mal Henkel (z. B. bei Zahnpaste TheraMed). Die entsprechenden Marken sind für einen globalen Konzern oftmals viel zu klein und zu regionenspezifisch. Zugleich sind sie für ein schlankes, flexibles und gut geführtes KMU ideal, um das Potenzial organisch weiterzupflegen und auszubauen. Die Profitabilität ist jedenfalls beeindruckend. Die beiden Unternehmer an der Spitze zahlen sich keine Dividende aus, sondern reinvestieren den Nettoertrag voll und ganz in die akquisitorische Weiterentwicklung des Portfolios.

Ins COF-Portfolio aufgenommen wurde auch eine Anleihe der europaweit führende Sicherheitsfirma, dessen Name (Securitas Direct) und Gründung auf Schweizer Wurzeln zurückgeht. Vorübergehend hielt auch Partners Group einen Teil der heutigen Firma Verisure in ihrem Portfolio. Der Schwerpunkt der Allokation liegt in der Schweiz (14%) und im restlichen Westeuropa (79%).

Im ZIF-Portfolio kamen noch solide Schuldner wie Fresenius (Gesundheitskonzern), John Deere (Landwirtschaftsfahrzeuge), Zürcher Kantonalbank, Citibank und Energias de Portugal (ein führendes Unternehmen im Bereich der erneuerbaren Energie) dazu. Die Schweiz (14%) ist nach Westeuropa (52%) und Nordamerika (25%) die wichtigste Herkunftsregion von Schuldnern.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	+1.5%	+0.9%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-12.4% (-2.4%)	+20.9% (+1.8%)
Anteil positiver Renditemonate	52%	66%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	239 BP (+3 BP)	653 BP (-1 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB+	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Wichtige Datenzentren



Datencenter im kühlen Norden Europas (Visualisierung: Bulk Infrastructure)

Im Infrastrukturbereich schält sich mit Datenzentren ein Cluster heraus, der als Kapitalanlage für Eigen- wie auch für Fremdkapital an grosser Beliebtheit hinzugewann. Besonders zentral sind die entsprechenden Sicherheits- und Kühltechniken und der Zugang zu erneuerbaren Energiequellen. Geografisch betrachtet eignet sich insbesondere der kühlere Norden Europas als Standort für Datacenter.

Mit einem Datacenter ist der gesamte Gebäudekomplex gemeint, in denen der Betreiber Rechenzentren und Server sowie die notwendige Sicherheitstechnologie unterbringt. Beim Vermieten gibt es inhärente Wettbewerbsvorteile für Standorte an der Westküste Europas als kürzeste Verbindungen nach Nordamerika. Die stärkere Inanspruchnahme der Cloud und die geografischen Schutzerfordernisse, europäische Daten in Europa zu speichern, erhöhen die Nachfrage auf viele Jahre hinaus. Investitionen in Datacenter gelten als rezessionsresilient. Von einem Überangebot kann noch lange keine Rede sein.

Die Klimatisierung ist im kühleren Nordeuropa einfacher als in Südeuropa. Trockenheit, Hitze und Stromunterbrüche sind selten. Zudem gibt es dort nebst den geringeren Umweltrisiken auch ausreichend erneuerbare Energiequellen. Im Wettbewerb um dieses Infrastruktursegment sind Privatmarktanbieter wie Partners Group

ebenso aktiv wie private Unternehmen wie die norwegische Familienunternehmung Bulk Infrastructure, deren Bilanz stets zu rund 50% aus Eigenkapital besteht.

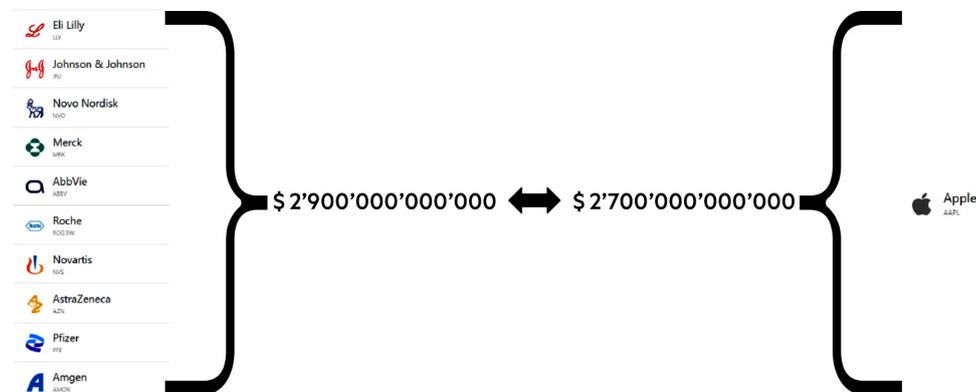
Erst kürzlich haben wir eine «grüne» fünfjährige Anleihe von Bulk Infrastructure erworben, die 7.0% Zins in Schweizer Franken abwirft. Die Datacenter werden mit günstigem Strom aus Wasserkraft betrieben, sind hochgradig CO₂ effizient und liegen in einer Umgebung, in der die Jahresdurchschnittstemperatur unter 8 Grad Celsius liegt, was den Kühlungsbedarf erheblich reduziert. Ihr Glasfasernetzwerk führt über Grossbritannien nach Nordamerika und wird insbesondere von den Techgiganten geschätzt, die aufgrund der Datenschutzverordnung einen wachsenden Bedarf an Datacenter in Europa generieren.

Auf der Eigenkapitalseite profitieren wir vom Engagement von Partners Group (+32% seit Jahresbeginn) im Bereich der Datacenter. Unter den Privatmarktanlagen nimmt Infrastruktur bei Partners Group eine immer bedeutendere Rolle ein. Die Infrastrukturinvestitionen sind vielfach preislich an die Inflation gebunden, d. h. sie bieten einen inhärenten Inflationsschutz. Partners Group befindet sich mit dem Themenbereich «Private Infrastructure» in einem Fundraising für eine investorenfreundliche Evergreen Fondsstruktur, welche bis zu 10 Mrd. Dollar Neugeld besorgen könnte.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	↗→	Die SARON-basierten Hypotheken bleiben weiterhin attraktiver als die langjährigen Festhypotheken. Wir sehen da mittelfristig ein Zinssenkungspotenzial.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↘	→	Weil die Büromieten indexiert sind, profitieren die Immobiliengesellschaften trotz höherem Diskontsatz von steigenden Mietzinseinnahmen.
Immobilienfonds CH	→	↗→	Über den höheren Referenzzins sorgen Renditeliegenschaften für höhere Mieterträge, doch die Boomjahre mit höheren jährlichen Neubewertungen sind vorbei.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die starke Infrastruktur-Performance im September zeigte sich am Beispiel der BKW (+6%) und Vinci (+2%); andere erlitten moderate Wertebussen.

Aktien

Gesundheit oder Technologie?



Die Marktkapitalisierung der Top 10 globalen Pharma-Unternehmen gegenüber der von Apple (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Interessant ist, dass die zehn grössten Pharma-Gesellschaften (inkl. Roche und Novartis) zusammen ungefähr gleich bewertet werden wie Apple. Das Spannende daran ist, dass somit sämtliche pharmazeutischen, diagnostischen und biotechnologischen Innovationen der globalen Grossunternehmen zusammen kaum wesentlich höher bewertet werden als die technologischen Innovationen von Apple.

Der jüngste Nobelpreis für Medizin wurde für die mRNA-Grundlagenforschung vergeben, dank derer innert Kürze Covid-Impfstoffe entwickelt wurden, die die Weltwirtschaft mutmasslich vor einem Desaster retteten. Während man von pharmazeutischen Unternehmen grosse Durchbrüche gegen Krankheiten wie Alzheimer und Krebs erhofft, gibt man sich bei Apple mit minimalen Innovationen offensichtlich zufrieden. Die Vorstellung des iPhone 15 hat jedenfalls niemanden vom Stuhl gehauen. Ein Smartphone gehört heute zwar fast überall auf der Welt zur Lebensbegleitung, aber der Gesundheitseffekt lässt sich nicht mit den diagnostischen und therapeutischen Wirkstoffen vergleichen. In der Wertschätzung des Kapitalmarktes liegen jedoch Firmen wie Apple und Microsoft klar obenauf.

Nicht nur die Techgiganten, sondern alle Unternehmen müssen sich wohl noch lange mit den Themenfeldern Big Data, Cyber und Künstliche Intelligenz (KI) beschäftigen. Denn letztlich geht es um die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen. Auch für Pharmaunternehmen ist es unumgänglich, wenn sie ihre Wettbewerbsfähigkeit nicht verlieren wollen. In jeder Phase der Entwicklung eines neuen Medikaments lässt sich KI nutzen. Zudem können anonymisierte Datensätze aus früheren Studien nochmals effizient durchforscht werden.

Novartis-CEO Vas Narasimhan will Novartis (+17% seit Jahresbeginn) – nach der erfolgreichen Abspaltung von Sandoz – in ein führendes Pharmaunternehmen verwandeln, das auf der Basis von Plattformen für neuartige Therapien und Datenwissenschaften tätig ist – was die KI zu einem Kernstück der Zukunft von Novartis macht. Entsprechend bemüht sie sich, die besten Talente einzustellen und die besten verfügbaren Technologien zu nutzen.

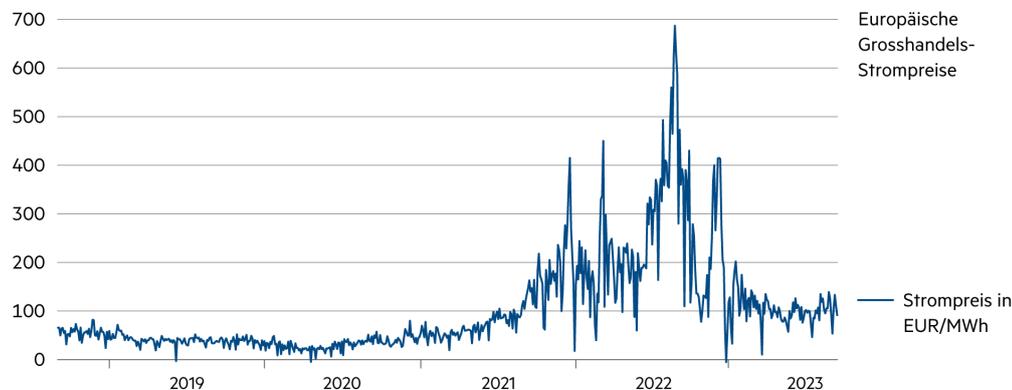
Viel verspricht sich SAP (+30% seit Jahresbeginn) vom KI-Programm «Joule», das der Kundschaft in Zukunft «intelligente Antworten» auf eine Vielzahl von Fragen liefern soll. Joule habe «das Potenzial, die Geschäftsabläufe von Unternehmen und die Arbeitsweise ihrer Mitarbeitenden tiefgreifend zu verändern», lässt sich der CEO Christian Klein zitieren. Immerhin laufen rund 87% aller Handelstransaktionen auf der Welt irgendwann durch ein Programm von SAP. Diese Menge soll für Qualität und Verlässlichkeit der SAP-KI sorgen.

KI dürfte zudem den Arbeitsmarkt tiefgreifend und umfassend verändern. Unternehmen werden Arbeit eher als Vermögenswert denn als Kostenfaktor begreifen müssen – nicht zuletzt, weil der demografische Wandel den Arbeitskräftemangel noch verschärft. Kurz- bis mittelfristig wird KI dabei helfen, die Produktivität zu steigern und Vorhersagen zu machen. Das kann die Leistungsfähigkeit einer Filiale durch die Analyse von Kaufverhalten, Kundenansprache, Lagerbestand, Rabatten und Lieferempfehlungen verbessern. Zugleich ist die Technologie aber auch mit Risiken verbunden, wie Missbrauch und Cyberkriminalität, was Investitionen in entsprechende Schutzmassnahmen (Cyber Security) erfordert.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗→	↗	Im September waren die grössten SMI-Ausreisser nach oben Swiss Re (+10%) und Partners Group (+8%); nach unten Richemont (-11%) und Lonza (-13%).
Aktien Eurozone, Europa	↗→	↗	Mit einem Kurs/Gewinn Verhältnis von 11 ist der Euro Stoxx 50 einer der günstigsten Aktienmärkte der Welt. Da erhält man für wenig Geld viel Substanz.
Aktien USA	↗→	↗	Für das Schlussquartal erwarten wir trotz der relativ hohen Bewertung eine solide Performance – getrieben auch durch Cash-Rückflüsse in US-Aktien.
Aktien Schwellenländer	↗→	↗	Mit einer guten Performance von +8% in CHF ist der indische Sensex 30 im bisherigen Jahresverlauf ein solider Wertgenerator unter den Schwellenländer-Aktienindizes.

Alternative Anlagen

Die Strompreise bleiben tief



Europäischer Strompreis im Grosshandel in den letzten 5 Jahren (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Rohölnotierungen liegen 13% höher als zu Jahresbeginn. Aber das ist auch schon der einzige Rohstoffpreisanstieg. Die Strompreise im Grosshandel sind zu Quartalsbeginn nochmals deutlich gefallen. Die Gaspreise in Europa werden ebenfalls deutlich tiefer als im Vorjahr gehandelt. Ein Engpass im Winter zeichnet sich derzeit nicht ab, weil Frankreich die Stromproduktion gegenüber dem Vorjahr um 30% erhöhen konnte.

Die Rohölpreise für die Sorte Brent kletterten in den vergangenen drei Monaten hoch und erreichten mit rund 92 Dollar pro Fass anfangs Oktober ein gutes Niveau. Aber gegenüber den 86 Dollar von anfangs Jahr ist dies keine weltbewegende Veränderung. Die Preise stiegen im September an, nachdem die Internationale Energieagentur (IEA) in ihrem Monatsbericht vor einem «erheblichen Angebotsdefizit» im zweiten Halbjahr 2023 gewarnt hatte. Die Nachfrage werde das Angebot in der zweiten Jahreshälfte um durchschnittlich 1.2 Millionen Barrel pro Tag übersteigen, prophezeite die IEA.

Die optimistischen Prognosen verliehen der Mitte Juni begonnenen Rallye zusätzlichen Schwung, da Saudi-Arabien und Russland das Angebot drosselten, während sich die Nachfrage in den USA und in Asien als relativ stabil erwies. Die globalen Auto-Verkäufe stiegen etwas stärker, als viele noch vor Kurzem angenommen hatten, und zwar aufgrund höherer Verkäufe in China (die Verkäufe sind gegenüber 2019 um 27% gestiegen, kein Käuferstreik wie im Wohnungsbau) und in Indien. China und Indien sind hinter den USA die grössten globalen Ölkonsumenten. Die Europäische Union meldete ebenfalls einen beeindruckenden Anstieg der Autoverkäufe sowie

einen steigenden Flugverkehr.

Die meisten weiteren Energiepreise fielen im Grosshandel – einschliesslich der europäischen Gaspreise. Der Gasfluss vom norwegischen Festlandssockel nach Europa erholte sich nach Wartungsarbeiten deutlich. Damit besteht eine gute Chance, dass die Gaspreise in Europa einbrechen, d. h. in Richtung der Kohleparität (Asien) auf etwa 22 Euro/MWh oder darunter. Die Gasfüllstände in Europa liegen hoch, in Deutschland beispielsweise mit 96% rund 8 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der Jahre 2017 bis 2021 (Stand 1. Oktober 2023).

Die IEA, eine Organisation der führenden Industriestaaten mit Sitz in Paris, sieht «den Anfang vom Ende des Öl-Zeitalters» gekommen. Die Experten gehen jetzt davon aus, dass die Welt im Jahr 2030 den Höhepunkt der Öl- und Gasförderung überschritten haben wird, um dann in das gelobte Land der mehrheitlich regenerativen Energien einzutreten. In dieser Hinsicht besteht nach wie vor eine Abhängigkeit von China hinsichtlich der Solarzellen.

China produzierte im letzten Quartal ein Rekordhoch an Solarzellenkapazität mit knapp 600 GW. Zum Vergleich: Die gesamte in Betrieb befindliche Photovoltaik (PV) Kapazität in der EU liegt bei etwa 200 GW. Während die chinesische PV-Produktion in einem beeindruckenden Tempo wächst, brechen die weltweiten Preise für PV-Paneele ein. Die Paneel-Lager in Europa nehmen zu und die Strompreise fallen. Mittlerweile steigt das Interesse an Batterien, Energiespeichern und Technologien massiv, um die Herausforderungen der «grünen» Energiewende zu bewältigen, die sich aus der raschen Einführung der PV ergeben.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Der Gasgrosshandelspreis in Amsterdam ist anfangs Oktober 2023 auf 36 Euro/MWh gefallen, 80% tiefer als Mitte Dezember 2022.
Gold, Edelmetalle	→	→	Der Silberpreis ist mit 22 Dollar pro Unze mehr als 7% tiefer als zu Jahresbeginn. Der Goldpreis ist mit 1'848 Dollar pro Unze praktisch unverändert.
Insurance Linked Securities	↗	↗	ILS-Lösungen sind selbst in Schweizer Franken abgesichert so attraktiv wie seit mindestens zehn Jahren nicht mehr.
Private Equity	→	↗	Die «Listed Private Equity» Lösung in unserem Portfolio hat seit Jahresbeginn 13% zugelegt. Das dürfte bis Ende 2024 dank einem revitalisierten IPO-Markt anhalten.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)					
		30.09.2023	09/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
Aktien							
SMI	CHF	10'963.5	-1.5%	+2.2%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'368.6	-2.0%	+4.6%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'386.6	-2.5%	+8.3%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'135.1	-1.4%	+8.0%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	28'243.3	-1.0%	+16.7%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'608.1	+2.1%	+2.2%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'174.7	-1.8%	+7.8%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	33'507.5	0.0%	+0.3%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'288.1	-1.5%	+10.8%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	13'219.3	-2.4%	+25.3%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	31'857.6	-1.5%	+6.2%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	65'828.4	+4.7%	+6.8%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'853.2	-1.0%	+8.7%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	952.8	+0.7%	-1.2%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	149.1	-1.9%	-2.0%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	173.6	-2.3%	-1.8%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	319.0	-1.4%	+2.1%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	249.1	-2.5%	-1.9%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	169.7	-2.0%	+6.3%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	135.8	-2.6%	-4.7%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	170.6	-2.9%	-1.5%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	176.9	-0.1%	+2.8%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	176.0	-3.1%	-3.3%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	554.0	-1.6%	+2.5%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	157.1	-1.0%	+1.0%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	274.0	+0.2%	+4.8%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	54'399.3	-1.3%	-1.7%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	104.8	+2.4%	-7.8%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'215.0	+2.2%	-0.2%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9153	+3.6%	-1.0%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9676	+1.0%	-2.2%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.6129	+1.0%	-13.1%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1167	-0.3%	-0.2%	-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 entsprechend Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung. Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lussliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 30.09.2023; Wirtschaftsdaten per 30.09.2023; Wirtschaftsprognosen vom 30.09.2023; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.