



«Bruedermettli» am Osthang des Zugerbergs in Unterägeri (Foto: Andreas Buslinger)

## Die anhaltende Wirtschaftsexpansion sorgt für Nebenwirkungen

Die Weltwirtschaft wächst wie nie in den vergangenen 50 Jahren. Aber durch die in der Industrie verbreiteten Just-in-Time Prozeduren sorgen unterbrochene Lieferketten für ruckartige Schübe und Stopps in der Produktion, bei Lieferung und Logistik und in der Distribution – wie in einem Stauverkehr. Das Hauptproblem ist die Kapazität. Mancherorts wird diese nicht genutzt, weil sich einige Fabrikarbeiter infiziert haben. In der Halbleiterproduktion ist durch die starke Wirtschaftserholung die Chipnachfrage so stark angestiegen wie noch nie: Es werden deshalb rund 200 Milliarden Dollar in neue Halbleiter-Produktionsstätten investiert, um die Engpässe zu bewältigen.

In der Handelslogistik sind die Kapazitäten fehlverteilt, d.h. es gibt

zwar genügend Container, doch befinden sich diese derzeit nicht an den Hauptproduktionsstellen. Bei einigen zentralen Hafenanlagen fehlt sodann die Manpower, um die Schiffe zu löschen. Andernorts fehlen die Lastwagenchauffeure, um die Container an den Zielort zu bringen.

Wir stehen jedoch vor einer starken wirtschaftlichen Expansionsphase, wie sie noch nie vorgekommen ist. Die Grössenordnungen der geld- und fiskalpolitischen Impulse sind enorm und werden in den kommenden zwei Jahren einen Boom auslösen. Die makroökonomische Dynamik, um aus der Covid-Krise herauszukommen, wird die Weltwirtschaft in den kommenden Quartalen weiterhin stark prägen und Vorteile für Anleger in Realwerten generieren.

## Erfreulicher Oktober für Realanlagen

Im Oktober legten die Aktienmärkte wieder zu und die Anleiens- sowie Immobilienmärkte fielen zinsbedingt weiter zurück. Der aktienbezogene Swiss Market Index stieg um 4.0%, während der Index der eidgenössischen Anleihen (SBIDGT) wie auch der Swiss Bond Index (SBI AAA-BBB) weiter an Terrain einbüssten und Ende Oktober auf ihrem Jahrestiefst angelangten. Der Index der Schweizer Immobilienfonds verlor innert Monatsfrist satte 3.7% an Wert. Der Weltaktienindex (MSCI ACWI) legte in Schweizer Franken 3.1% zu. Der Dollar (-1.7%) und der Euro (-1.9%) büssten im Oktober dagegen an Wert ein.

Von diesen Marktentwicklungen vermochten im Oktober die risiko-freudigen Anlagelösungen stark zu profitieren. Das zeigt sich anschaulich anhand vom Revo5 (+2.7%, nach allen quartalsbezogenen Gebührenbelastungen). In der Risikoklasse 3 mit einem deutlich

tieferen Anteil an Aktien und Privatmarktanlagen lag die Performance bei +1.7% (Revo3). Aber selbst in der risikoarmen Risikoklasse 1 gelang es uns, die Monatsrendite im Oktober mit +0.4% (Revo1) positiv zu halten, obschon da der grösste Teil in Anleihen investiert ist.

Weiterhin erstaunlich bleibt der hohe Anteil an Freizügigkeitsgeldern auf unverzinsten Kontos. Bei unseren wertpapierbasierten Freizügigkeitsmandaten liegt die Performance seit Jahresbeginn bei +4.7% in der Risikoklasse 1 (+0.5% im Oktober), bei +8.4% in der Risikoklasse 2 (+0.6%) und bei +9.8% in der Risikoklasse 3 (+1.0%). Weil wir in diesen Lösungen mehrere Kollektivanlagegefässe berücksichtigen, die ihren Wertzuwachs verzögert melden, kommen in den Freizügigkeitslösungen die effektiven Renditen erst in den kommenden Wochen zum Ausdruck.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien	Oktober 2021	YTD 2021	Seit Lancierung* bis 31.12.2020	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz R1	+0.5%	+4.7%	+43.4%	+3.1%
Zugerberg Finanz R2	+1.0%	+9.5%	+83.8%	+5.2%
Zugerberg Finanz R3	+1.3%	+11.4%	+96.5%	+5.8%
Zugerberg Finanz R4	+1.5%	+12.9%	+69.1%	+4.9%
Zugerberg Finanz Z1	+0.9%	+3.7%	+46.1%	+3.2%
Zugerberg Finanz Z2	+1.8%	+8.0%	+70.5%	+4.5%
Zugerberg Finanz Z3	+1.9%	+10.9%	+89.9%	+5.5%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.4%	+3.2%		
Zugerberg Finanz Revo2	+1.0%	+6.5%		
Zugerberg Finanz Revo3	+1.7%	+8.1%		
Zugerberg Finanz Revo4	+2.1%	+9.8%		
Zugerberg Finanz Revo5	+2.7%	+11.1%		
<b>Fondbasierte Strategien</b>	<b>Oktober 2021</b>	<b>YTD 2021</b>	<b>Seit Lancierung* bis 31.12.2020</b>	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz Fondspicking 30	+0.4%	+5.3%	+19.4%	+1.5%
Zugerberg Finanz Fondspicking 60	+0.9%	+11.1%	+37.1%	+2.7%
Zugerberg Finanz Fondspicking 100	+1.8%	+16.7%	+44.9%	+3.1%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 20	+0.1%	+3.3%	+7.0%	+0.6%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 40	+0.9%	+8.0%	+10.5%	+0.8%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 100	+1.8%	+15.3%	+15.7%	+1.2%
<b>Zugerberg Finanz Freizügigkeit</b>	<b>Oktober 2021</b>	<b>YTD 2021</b>	<b>Seit Lancierung* bis 31.12.2020</b>	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.2%	+1.8%	+14.0%	+1.7%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.5%	+4.7%	+47.8%	+3.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.6%	+8.4%	+74.6%	+4.8%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+1.0%	+9.8%	+91.0%	+5.5%
<b>Zugerberg Finanz 3a Vorsorge</b>	<b>Oktober 2021</b>	<b>YTD 2021</b>	<b>Seit Lancierung* bis 31.12.2020</b>	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.4%	+3.2%		
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.0%	+6.5%		
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.7%	+8.1%		
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+2.1%	+9.8%		
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+2.7%	+11.1%		

\* 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

# Immense Nachfrageimpulse für die Weltwirtschaft



Die US-Inflationserwartungen über die vergangenen zehn Jahre hinweg (Quelle: USD Inflation Swap Forward Rate 5y5y | Grafik: Zugerberg Finanz)

**Das Erreichen der Vollbeschäftigung im Jahr 2022, während die grösstenteils während der Covid-Krise angehäuften Ersparnisse noch nicht ausgegeben sind, schafft eine einzigartige Situation. Die Weltwirtschaft steht vor einem Nachfrageschub, wie es ihn in den letzten 50 Jahren noch nie gab. Das kann nicht reibungslos umgesetzt werden und sorgt vorübergehend für eine leicht erhöhte Inflation.**

Die Erholung vom pandemiebedingten Tief schreitet voran. Je stärker sich das Konsumentenvertrauen verdichtet, desto eher steigert dies die unternehmerischen Investitionspläne. Den gravierenden Fehler der kollektiv unterschätzten Nachfrage will die Automobil- und Halbleiterindustrie sowie die Kommunikations- und Unterhaltungsbranche nicht nochmals wiederholen. Apple wird im laufenden Quartal aufgrund der Lieferengpässe rund 10 Millionen iPhone 13 weniger verkaufen können. In der Autoproduktion können rund 8 Millionen Fahrzeuge wegen Teilmangels nicht gebaut werden. Stossstange an Stossstange entspricht dies einem dreispurigen Stau über die gesamte Strecke zwischen Lissabon und Peking.

Demgegenüber profitieren die Förderfirmen von fossilen Energieträgern, dass sie ihre Kapazitäten reduziert und damit das Angebot künstlich verknappt haben. Kurzfristig ist das Öl- und Gasangebot immer unelastisch, was bei einem starken Nachfrageschub rasch zu höheren Preisen führt und damit die angebotsreduzierenden Marktteilnehmer belohnt (vgl. Dissertation von Daniel Schlothmann, 2016).

Die Konsumenten bestimmen durch ihr Ausgabeverhalten der seit

Beginn der Pandemie angesammelten überschüssigen Ersparnisse gewissermassen die wirtschaftliche Entwicklung der Jahre 2022/23. Die Dimensionen der aufgestauten Nachfrage wie auch der geld- und fiskalpolitischen Impulse werden erst in den kommenden Quartalen zum Tragen kommen. Denn die Pandemie ist in weiten Teilen der Welt nach wie vor nicht wirklich unter Kontrolle, was die Erholung bislang verzögerte respektive vereinzelt sogar Rückschläge verursachte.

Die Bruttoschätzungen des Efforts an nicht ausgegebener fiskalischer und monetärer Unterstützung liegen in den meisten Ländern bei über 5% des BIP. Legt man einen konservativen fiskalischen Multiplikator von 0.6 zugrunde, so entspricht dies einem fiskalischen Impuls von fast 8% für die gesamte Welt.

Hinzu kommt der privatwirtschaftliche Nachholbedarf. Es besteht eine allgemeine Ungewissheit in Bezug auf die Höhe dieses Nachholbedarfs und die Geschwindigkeit, mit der er sich realisieren lässt. Es geht um verschobene Termine, von medizinischen Eingriffen über private Festivitäten bis hin zu geplanten, ausgedehnten Reisen und den Kauf von Fahrzeugen – von Pkws bis hin zu Reise- und Wohnmobilen.

Dieser Nachholeffekt dürfte die Makrodynamik in den kommenden Quartalen, wenn nicht Jahren, beherrschen. Als Beispiel dient die prozentuale Entwicklung der Buchungsstände für Flüge von Europa in die USA: Die neuesten Prognosen gehen von 9.8 Millionen Flügen im Jahr 2022 aus; das wäre gegenüber 2019 nur noch ein Minus von 11%. Besonders stark ist derzeit der Anstieg in der margenträchtigen Businessklasse.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	➔⬆️	⬆️	Ungewiss bleibt, wie stark die vierte Corona-Welle über die Schweiz herzieht. Hinsichtlich der Letalität bleibt das Sorgenbarometer vorerhand tief.
Eurozone, Europa	➔⬆️	⬆️	Die erhöhte Inflationsrate hat seit Jahresbeginn die realen Staatsschulden von Italien und Deutschland um je 50 Milliarden Euro reduziert – ohne Steuererhöhung.
USA	➔⬆️	⬆️	Das Marktumfeld hat sich verbessert und auf den Arbeitsmärkten gibt es bereits Anzeichen von Fachkraft-Knappheit. Das sind wirtschaftlich positive Signale.
Rest der Welt	➔⬆️	⬆️	Geopolitisch und ökonomisch wird der asiatisch-pazifische Raum immer wichtiger. Die Bipolarität zwischen den USA und China macht es anlagemässig schwierig.

Liquidität, Währung

## Die Geldumlaufgeschwindigkeit verharrt in der Tiefe



Entwicklung der Geldumlaufgeschwindigkeit M2 am Beispiel der USA (Quelle: FRED St. Louis Federal Reserve | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Unsicherheiten dauern aus Sicht der Unternehmen wie auch der privaten Haushalte an. Beide halten überdurchschnittlich viel Bargeld und Bankeinlagen. Dadurch sinkt die Geldumlaufgeschwindigkeit, was die Zentralbanken dazu bringt, die für eine reibungslose Wirtschaft benötigte Geldmenge auszuweiten, um eine Deflation zu verhindern. Moderate Inflation wird als Begleitscheinung gerne in Kauf genommen.

Langfristig haben die Zentralbanken ihre Inflationsziele bei einer Punkt Betrachtung nicht erreicht. In den USA ist die Federal Reserve (Fed) als global erste Zentralbank deshalb zum Inflationsziel von 2% als Durchschnittswert übergegangen. Das bedeutet, dass nach Jahren des Unterschreitens der Zielmarke eine Zeit lang toleriert wird, wenn die Inflation 2% übersteigt. Wie lange diese Duldsamkeit währt, ist ungewiss. An der letzten Fed Sitzung wurde erwartungsgemäss beschlossen, die Wertpapierkäufe zu drosseln. Die Bereitschaft dazu wurde schon an der Jackson-Hole-Tagung im August erklärt.

Historisch bleiben die echten Inflationszahlen (sog. «Personal Consumption Expenditures» PCE Inflation) tief. Das geht auf die Quantitätsgleichung zurück. Wenn auf der einen Seite der Güterkorb respektive das Bruttoinlandprodukt wächst, muss auf der anderen Seite die Geldmenge zunehmen. Und zwar umso stärker, je stärker die Geldumlaufgeschwindigkeit fällt. In der Krise ist die Liquiditätshaltung von Unternehmen und privaten Haushalten in die Höhe geschneilt. Darauf haben die Zentralbanken die richtigen Antworten gefunden und geldpolitisch stabilisierend gewirkt. Die Fed fokussiert auf die PCE Inflation, wohlwissend, dass auf erhöhte Preise in einem Gut die Haushalte auf andere Güter ausweichen. D. h. die mancherorts getroffene Annahme eines stabilen Waren-

korbs ist gerade im gegenwärtigen Wirtschafts- und Preisumfeld zwar methodisch interessant, aber im Alltag realitätsfern.

Eine erhöhte Geldmenge muss keinesfalls zur Inflation führen. Betrachten wir mal den Notenumlauf in der Schweiz. 58% des Werts aller Banknoten machen die 1'000 Franken Noten aus. Diese haben einen Umfang von fast 50 Milliarden Franken, finden im Wirtschaftsallday jedoch kaum Anwendung. Der grösste Teil der Noten befindet sich in Safes. Die Bargeldhaltung ist zwar in die Höhe geschneilt, um Negativzinsen zu vermeiden, aber die Geldumlaufgeschwindigkeit ist damit gefallen.

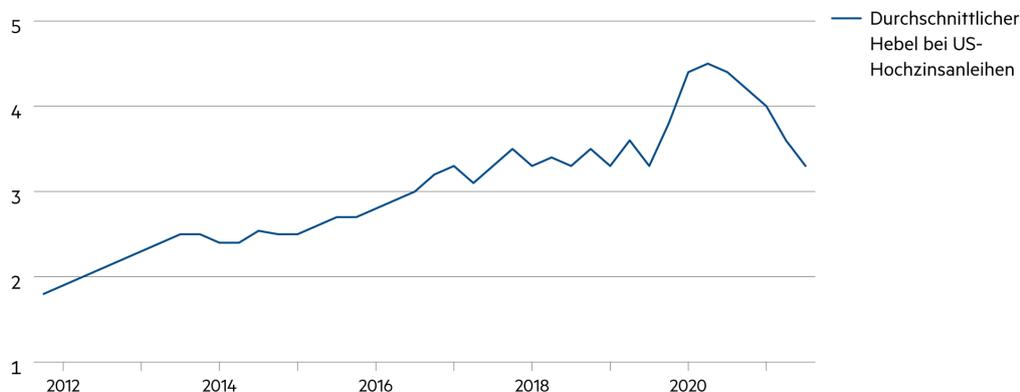
Das ist ein Phänomen, das wir seit langem beobachten können. Demnach nahm der nominelle Notenumlauf in der Schweiz von Ende 1907 bis Ende 2020 wertmässig um das 949-fache zu. Das ist phänomenal, hat aber die Inflation nicht parallel dazu in die Höhe getrieben. Für den realen Notenumlauf ergibt sich eine deutlich geringere Zuwachsrate auf das 83-fache seit 114 Jahren, d. h. die Preise haben sich nur gerade vervierfacht.

In der Schweiz bleibt wie überall die Liquiditätshaltung anhaltend erhöht. Solange die globale Konjunktur nicht wieder reibungslos brummt, bleiben Finanzverantwortliche von Unternehmen überdurchschnittlich liquid. Die globale Finanzkrise von 2008/09 hat ihnen vor Augen geführt, wie rasch das Konkursrisiko ansteigen kann, wenn im Markt Gerüchte über eine allfällige Zahlungsunfähigkeit gestreut werden. Und bei privaten Haushalten ist die erhöhte Liquidität darin begründet, dass wesentliche Grossausgaben (z. B. für den Erwerb eines Automobils, für eine längere Kreuzschiffahrt) nach wie vor friktionsbehaftet sind.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Banksparen bedeutet in einer Zeit von anhaltender Inflation (Schweiz: ca. 1.0%) einen stetigen Verlust von Vermögen respektive Kaufkraft.
Euro / Schweizer Franken	↗	↗	Derzeit bewegt sich das für die Schweizer Wirtschaft zentrale Währungspar mit 1.06 am unteren Ende der Handelsspanne und hat Erholungspotenzial.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Was der Dollar im September zugelegt hat (1.7%), hat er im Oktober gleich wieder eingebüsst. Der Dollar steckt in einer nicht unproblematischen Zinsfalle.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Derzeit zeichnet sich eine Risiko-Asymmetrie in der Balance des weltwirtschaftlich wichtigsten Währungsparns zugunsten des Euros ab.

Anleihen

## Unternehmensanleihen bleiben bevorzugt



Zur Entwicklung der bilanziellen Unternehmensstärke von US-Hochzinsanleihen (Quelle: Bloomberg, Median Leverage der Schuldner | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Schweizer Staatsanleihen wie auch der Swiss Bond Index (AAA-BBB) sind im Oktober auf ein neues Jahrestiefst gefallen. Der Index der Eidgenossen liegt 5% tiefer als zu Jahresbeginn, beim breiteren Swiss Bond Index liegt die Performance bei -2.5%. Deshalb bleiben wir bevorzugt in Unternehmensanleihen investiert und sind erfreut, wie selbst in den USA sich die bilanzielle Stärke von moderaten Schuldern verbessert.

Als Massstab für die bilanzielle Stärke von Unternehmen kann man den Hebel (engl. «Leverage») beiziehen. In den Jahren 2016 bis Frühjahr 2020 lag dieser bei knapp 3.5 und stieg in der Krise auf 4.5. In den letzten Quartalen ermöglichte der wirtschaftliche Aufschwung zahlreichen Firmen, ihren Leverage substanziell zu reduzieren. Jedenfalls liegt der Medianwert inzwischen wieder bei 3.5 und dürfte weiter abgebaut werden. Damit erarbeiten sich Unternehmen selbst bei einer eingeschränkten Bonität eine bilanzielle Resilienz, vor allem, sofern es zu Zinserhöhungen kommen sollte.

Schliesslich haben die Zinskurven im Monat Oktober eine weitere Verteilung erfahren. Die Verfallsrenditen bei den zehnjährigen Benchmark-Staatsanleihen in der Schweiz und in Deutschland stiegen um rund 15 Basispunkte an; seit Jahresbeginn sind es inzwischen bereits 55 Basispunkte in der Schweiz, 90 in den USA und sogar über 100 Basispunkte in Kanada, Australien und Neuseeland. Dies hat zu entsprechend schmerzhaften Kurseinbussen auf Staatsanleihenindizes von bis zu 10% geführt. Derartige Verluste fielen in Schwellenländer-Staatsanleihen (z.B. Brasilien: +150 Basispunkte Renditeanstieg) noch viel deutlicher aus.

Dennoch liegt die Messlatte für die Fed, im November eine Zinsanpassung anzukündigen, weiterhin hoch. Die Lohnentwicklung enttäuschte zuletzt. Zudem hat die US-Wirtschaft auch nicht so viele neue Arbeitsplätze geschaffen wie erhofft. Aber eine Zentralbank, die immer noch auf die Phillips-Kurve achtet, wird den schlechenden Rückgang der Arbeitslosenquote in Verbindung mit einer marginalen Beschleunigung der Lohnentwicklung kaum ignorieren. Erschwert wird das Fed-Monitoring durch die gegenwärtige Verzerrung (höhere Vergütungen für Überstunden im Weihnachtsgeschäft sind üblich).

Ausserhalb des Arbeitsmarktes blieb die Datenlage zuletzt ordentlich bis gut. Die Bedingungen für eine Lohn-Preis-Spirale in den USA hängen von der Fortsetzung der raschen Nachfragesteigerung ab. Angesichts der Schwierigkeiten der Biden-Administration bei der Verabschiedung des Eine-Billion-Dollar-Pakets für Brücken, Strassen und Schienen wird dies unwahrscheinlicher. In der Eurozone haben sich dagegen die Einstellungsschwierigkeiten in einigen Branchen verfestigt, für die es immer schwieriger wird, qualifizierte Arbeitskräfte zu finden. Das könnte eine gewisse Anpassung der Löhne und Gehälter erforderlich machen, aber vermutlich eher als allmählicher Prozess denn als «plötzlicher Ausbruch» im Jahr 2022.

Als Nebenerscheinung des Renditeanstiegs auf europäischen und amerikanischen Staatsanleihen stieg die Nachfrage nach dem Franken. Der Dollar büsste im Oktober gegenüber dem Franken leicht weniger ein (-1.7%) als der Euro (-1.9%).

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	↘	↘	Die langfristigen, börsengehandelten Inflationserwartungen bleiben praktisch unverändert. Relevant: Verhaltensveränderungen sind noch kaum festzustellen.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Die Berichtssaison ist erfreulich ausgefallen, auch im verarbeitenden Gewerbe. Das hat sich positiv auf die Einschätzung der Ausfallrisiken in naher Zukunft ausgewirkt.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Offensichtlich ein Gebiet, das Anklang findet. Der weltgrösste Privatmarktanleger Blackstone hat in diesem Jahr schon mehr als 150 Mrd. Dollar investiert.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

## Steigende Verfallsrenditen im Oktober



Industrielle Fertigung in einem Betrieb der Storskogen-Gruppe (Bildquelle: Storskogen Group AB, Stockholm)

Die beiden Anleihenslösungen, die einen zentralen Baustein in unseren anlageklassenübergreifenden Strategien bilden, haben sich im Umfeld von erhöhten Verfallsrenditen wie ihre Vergleichsindizes leicht negativ entwickelt. Der defensive Zugerberg Income Fund büsste im Oktober 0.4% ein. Der auf Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund verlor 0.5% an Wert. Dafür stiegen die Verfallsrenditen an.

Für den Zugerberg Income Fund, dessen Durchschnittsrating stets im Bereich «Investment Grade» bleibt, ist es besonders anspruchsvoll, gute Schuldner mit einer attraktiven Rendite zu finden. Storskogen erfüllte alle Kriterien. Das ist eine gut geführte und rentable Industrie-Unternehmung in Privatbesitz mit mehr als 7'000 Mitarbeitern, die kurz vor dem Börsengang steht. Die schwedische Firma sorgt im Rahmen vom Generationenwechsel in KMU für Nachfolgelösungen in Skandinavien, in Grossbritannien sowie in Deutschland und der Schweiz.

Der von Serienunternehmern gegründeten Storskogen ist es wichtig, die aufgekauften KMUs zu erhalten, zu fördern und nicht weiterzuverkaufen. Jeder, der sein Lebenswerk ans Storskogen verkauft, kann sicher sein, dass Storskogen als neuer Eigentümer Kompetenz und Unterstützung für die weitere Entwicklung und den Erfolg des Unternehmens einbringt. In den letzten zehn Jahren wurden über hundert Akquisitionen (7 davon in der Schweiz) getätigt, wobei manche Verkäufer sich an Storskogen beteiligen. 97% der Geschäftseinheiten haben im schwierigen Jahr 2020 trotz

Pandemie Gewinn erzielt.

Der Zugerberg Income Fund ist zudem ein Engagement bei Aurelius Equity Opportunities eingegangen. Diese Firma ist fokussiert auf Konzernabsplattungen und Plattform-Investitionen im Bereich von mittelgrossen Unternehmen. Vor 18 Monaten wurde beispielsweise die Distrelec Gruppe, die zum Urner Dätwyler Konzern gehörte, gekauft. Aurelius hat anschliessend ein umfassendes Digitalisierungs- und Performance Improvement Programm initiiert, Distrelec mit seinen rund 500 Mitarbeitern neu positioniert und die Ertragskraft deutlich gesteigert. Für das laufende Geschäftsjahr wird erstmals ein EBITDA von mehr als 10% erwartet.

Der Credit Opportunities Fund hat sich bei Aurelius ebenfalls engagiert. Aurelius verfügt nebst Distrelec über eine Reihe von interessanten Einheiten. Vielen bekannt sein dürften die Scholl Schuhe mit ihrem hohen Komfortfaktor, die vor allem über Apotheken und Sanitätshäuser vertrieben werden.

Im schweizerischen Industriesegment lief eine 4%-Anleihe von Acrotec aus. Diese Westschweizer Gruppe mit einem starken Standbein im Vallée de Joux ist für hohe Präzisionstechnologie vor allem in der Luxusuhren- und Medtech-Branche als Zulieferer hochgeschätzt. Der Credit Opportunities Fund hat sich mit Gewinn von einer Reihe weiterer Anleihen (u.a. Repsol, Unipolsai, Tata Motors, Volkswagen) getrennt, weil die Verfallsrendite nicht mehr als «Opportunität» betrachtet werden konnte.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2021 (seit Jahresbeginn)	+0.6%	+6.6%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	+2.7% (+0.8%)	+36.8% (+3.6%)
Anteil positiver Renditemonate	66%	70%
Kreditrisikoprämie (in Basispunkten)	160 BP	405 BP
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

## Infrastruktur-Unternehmen auf nachhaltigem Wachstumspfad



Der Flughafen Lyon-Saint Exupéry von Betreiber VINCI Airports als Pilotflughafen für die Verwendung von Wasserstoff (Bildquelle: stock.adobe.com)

**Vielversprechend ist das Potenzial bei den grossen europäischen Infrastruktur-Anbietern Vinci und Enel. Enel verzeichnet in diesem Jahr eine starke Kapazitätserweiterung im Bereich der erneuerbaren Energieträger, was das gegenwärtige und zukünftige Wachstum beschleunigen wird. Allein in den Jahren 2021 bis 2023 wird eine zusätzliche Kapazität von knapp 20 Gigawatt geschaffen.**

Im Infrastruktur-Bereich waren energiebezogene Werte gesucht. Dies erklärt die erfreuliche Monatsperformance von BKW (+20% im Monat Oktober), Enel (+9%) und Veolia Environnement (+7%), während der Pflegeheimanbieter Orpea (-10%) einen denkbar schlechten Monat erwischte.

Insbesondere bei Vinci (+2%) und Enel ist alles rund um Nachhaltigkeit und Kreislaufwirtschaft zu einem zentralen Eckpfeiler der Strategie geworden. Enel hat allein im ersten Halbjahr 2021 232'000 Ladestationen für Elektromobile installiert. Die zukunftssträchtigen Infrastrukturvorhaben binden gegenwärtig viel Kapital, was sich auch in der entsprechenden Emission von grünen Anleihen zeigte. Danach ermöglichen sie jedoch durch deren Inanspruchnahme robuste zukünftige Cash Flow Entwicklungen. Mit der Strategie, welche die Nachhaltigkeit in den Mittelpunkt stellt, konnte Enel 2020 die Führungsposition bei der Energiewende bestätigen, Werte für alle Stakeholder schaffen und weiterhin zur Erreichung der Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen (sogenannte

SDGs) beitragen.

Bei Vinci stehen aufgrund der stattlichen Auftragsbücher und der zuletzt überraschend tiefen Fremdkapitalquote noch grössere Schritte an, aber die Richtung stimmt: In den Jahren 2021 bis 2023 dürfte der Bruttogewinn (EBIT) um jährlich rund 2% ansteigen und zu einer erfreulichen Cashgenerierung führen. Im starken Konzessionsgeschäft (zur Hauptsache Mautstrassen) lag der Verkehr im dritten Quartal 2021 bereits rund 5% über dem Vorkrisenniveau. In gewissen Bereichen bewegt sich der qualitativ hochleistungsfähige Infrastrukturbetreiber Vinci visionär, indem sein Flughafen Lyon mit Airbus und Air Liquide eine Partnerschaft einging, um die Verwendung von Wasserstoff sowie die Dekarbonisierung in der Aviatik voranzutreiben.

Bei den erneuerbaren Energieträgern nimmt das Baugeschäft von Solarparks durch Vinci immer mehr Raum ein. Dazu war auch die Übernahme der kleinen, aber feinen Conntronic Prozess- und Automatisierungstechnik GmbH aus dem deutschen Augsburg typisch, der eine innovative Fertigungszelle als Weltneuheit zugrunde liegt und die im Oktober abgeschlossen wurde. Fast die Hälfte aller Analysten haben ihre Kursziele für Vinci im vergangenen Monat erhöht. Wir rechnen aufgrund der Eigenkapitalrentabilität von rund 11% weiterhin mit einer gefestigten Dividendenrendite in der derzeitigen Höhe von mindestens 3.0%.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→↗	Hypothekarkredite für längere Laufzeiten haben sich im Oktober erheblich verteuert, getrieben von der Sorge vor weiteren Zinsanstiegen.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↘	→	Nach der Ausweitung der Risikoprämien für Büroliegenschaften sind die Perspektiven und Renditechancen wieder in einer interessanten Balance.
Immobilienfonds CH	→	→	Der Index der Schweizer Immobilienfonds hat sich allein im Oktober auf 495.7 Punkte (-3.7%) gesenkt und liegt nur noch 2.5% über dem Jahresbeginn (483.4).
Infrastruktur	↗	↗	In Betreibern und Servicegesellschaften rund um zukunftsgerichtete Infrastruktur-Themen wie im Fall von BKW (+20% im Oktober) sehen wir weiterhin Potenzial.

Aktien

## Positiver Ausblick lässt die Aktienkurse steigen



Schwankungsbreite des US-Aktienindex S&P 500 (Quelle: Chicago Board Options Exchange | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die pessimistische Stimmung am Ende des vergangenen Quartals ist einer positiven Fundamentalanalyse gewichen. Die Störungen in den weltwirtschaftlichen Lieferketten halten wohl noch einige Monate an, aber das starke Wachstumsmomentum beflügelt die Aktien weiterhin. Entsprechend tief liegen die Volatilitätsindizes der verschiedenen Aktienmärkte. Nicht Angst, sondern Zuversicht prägt die Märkte.

Vor einem Monat schrieben wir: «Vieles spricht dafür, dass die Märkte im September nach den Höchstwerten Ende August in einem Mix von Ängsten überreagiert haben.» Heute können wir betonen, dass diese Einschätzung zutraf und der Oktober sich zu einem guten Monat für Aktieninvestoren entwickelte.

Generell legte der weltweite Aktienindex (MSCI ACWI in Schweizer Franken) um 3.3% zu. Beim Schweizer Leitindex SMI lag der Zuwachs bei 4.0%. In der Risikoklasse 2 legten unsere Aktienselektion 4.3% (R2) bis 4.5% (Freizügigkeit R2) zu.

Auf der Ebene der einzelnen Aktien ragen die Monatsperformances von Partners Group (+10%), Nestlé (+8%) und Lonza (+7%) heraus. Bei der Selektion der internationalen Standardwerte schwangen Nvidia (+25%), Alibaba (+14%) und Alphabet/Google (+10%) sowie SAP (+8%) und Axa (+6%) obenaus. Andererseits enttäuschte die Monatsperformance von Facebook (-5%) und Samsung (-4%).

Von den Nebenwerten, die in Lösungen mit höherer Risikobereitschaft eingesetzt werden, stach u-blox (+10%) hervor. Auf Technolo-

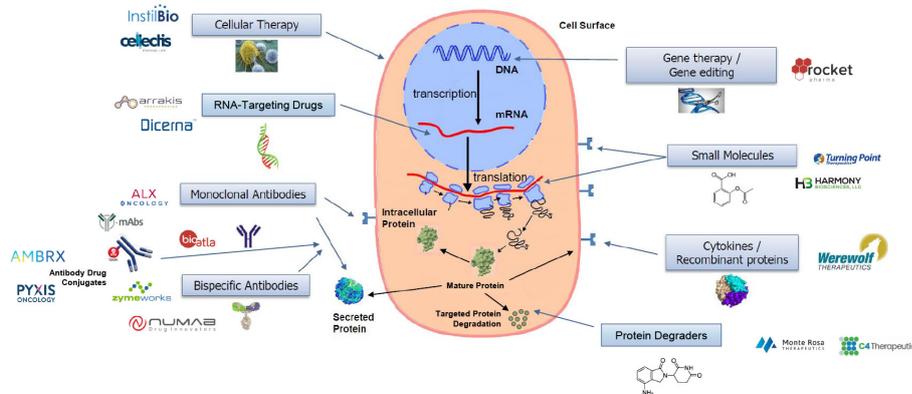
giewerte zu setzen ist kein Selbstläufer. Die Selektion ist zentral. Der Aktienkurs des grossen Onlinehändlers und Cloudanbieters Amazon legte seit Jahresbeginn beispielsweise nur gerade 3% zu. Amazon spürt die Kosten des raschen Wachstums, weshalb der Gewinn im dritten Quartal sogar gesunken ist. Im vierten Quartal muss der Konzern zusätzliche 250'000 Mitarbeitende einstellen, um das Weihnachtsgeschäft bewältigen zu können. In ihren Handlungen werden diese elektronisch und mit Security Kameras respektive Drohnen in der Auslieferung überwacht, um die Effizienz und Produktivität hochzuschrauben. Wir bleiben weiterhin nicht in Amazon-Aktien engagiert.

Bei den werbegetriebenen Geschäftsmodellen von Alphabet/Google (+66% ytd) und Facebook (+16% trotz Medienattacken) gefallen uns weiterhin die strukturellen Wachstumsmöglichkeiten. Facebook sieht diese in einer virtuellen Welt und benannte sich in «Meta» um. Metaverse ist ein Begriff, der die Kombination aus der realen physischen Welt und der alternativen digitalen Welt beschreibt, die geschaffen wird. Facebook ist hier so visionär wie Tesla in der Elektromobilität. Facebook respektive Meta kann in den nächsten Jahren immens vom Geschäft mit virtueller und erweiterter Realität profitieren. Heute verbinden soziale Medien das soziale Leben der Gesellschaft auf digitale Weise. In der Zukunft hat Meta das Potenzial, das soziale Leben selbst zu sein. Man kann zum Beispiel an einem Geschäftstreffen teilnehmen, zur Schule gehen, mit Freunden einen Film ansehen oder sogar in einer virtuellen Welt verreisen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Der Schweizer Aktienmarkt (SMI) legte im Oktober 4.0% zu. Alle drei SMI-Verlierer (ABB -3%, Logitech -6% und Swisscom -7%) zählen nicht zu unseren Anlagen.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Der Stoxx Europe 600 nahm im Oktober um 4,5% zu und liegt, angetrieben von Bankaktien (+42% seit Jahresbeginn), stärker als der SMI im Jahresplus.
Aktien USA	↗	↗	Der Dow Jones legte im vergangenen Monat satte 5.8% zu (+17% seit Jahresbeginn mit Öl- und Gasförderern sowie Stahlfirmen als stärkste Performer).
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Die chinesischen Aktienindizes haben sich im Oktober im Minusbereich stabilisiert. Erfreulich sind weiterhin unsere indischen Aktienfonds (+34% seit Jahresbeginn).

Alternative Anlagen

# Die Privatmarktanlagen erfreuen sich hoher Beliebtheit



HBM Healthcare und ihre Beteiligungen an verschiedenen Behandlungsmodalitäten (Bildquelle: HBM Healthcare, Zug)

Die Privatmarktanlagen sorgen im laufenden Jahr für eine bestechende Performance. Zum einen sind es die Aktienkurse der Anbieter von solchen Lösungen, die stark angestiegen sind (z.B. KKR), oder von Fonds, welchen direkte Portfoliobeteiligungen zugrunde liegen (z.B. LP Active Value). Vielversprechend erscheint uns weiterhin die Beteiligungsgesellschaft HBM Healthcare mit ihrem breiten Lösungsspektrum.

Ein wichtiger Bestandteil unserer Alternativen Anlagen bleibt der Bereich von «Listed Private Equity». Uns ist die Selektion wichtig, weshalb wir uns von passiven Gefässen distanzieren. Die einzelnen Geschäftsmodelle unterscheiden sich stark und können, je nach konjunktureller Entwicklung, sich auch stark unterschiedlich in ihren jeweiligen Geschäftsbereichen entwickeln.

Der grösste Privatmarktanbieter weltweit ist Blackstone. Dieser hat eine brillante Entwicklung seit der Gründung vor 36 Jahren hinter sich und verwaltet inzwischen mehr als 730 Milliarden Dollar. Er fokussiert stark auf die Bereiche Private Real Estate und Private Credit & Insurance. Allein in den letzten Quartalen hat Blackstone, von der wir im Zugerberg Income Fund eine Anleihe halten, mehr als 150 Milliarden Dollar an hybriden Krediten in der kapitalstarken Versicherungsbranche mit attraktiven Coupons platziert. Die Erträge von Blackstone stiegen drastisch, und die wichtigsten Finanz- und Kapitalkennzahlen erreichten Rekordwerte oder rekordverdächtige Werte. Am wichtigsten ist jedoch, dass die Wertsteigerung der

Privatmarktanlagenfonds erfreulich ausfiel.

Brillant ist auch die amerikanische KKR unterwegs, die seit 17 Jahren jährlich um 22% wächst (auf inzwischen mehr als 430 Milliarden Dollar). Der Aktienkurs stieg allein im Oktober um 28% (+98% seit Jahresbeginn). Auch hier bestehen – wie auch bei Blackstone und gewissermassen auch bei Partners Group – mehr Wachstumsmöglichkeiten als je zuvor. Die gesamte Branche befindet sich in der Anfangsphase einer langfristigen Beschleunigung des Geschäfts. Insbesondere Private Equity und Private Debt sowie Private Infrastructure dürften wachsen.

Ein Satellit nebst den Giganten ist HBM Healthcare (+19% seit Jahresbeginn). Diese Gesellschaft mit einem Portfolio von rund 2.5 Milliarden Franken ist auf Healthcare, Biotech und Medtech fokussiert. Diese Bereiche profitieren von den Megatrends Alterung, Urbanisierung und Gesundheitsbewusstsein. Technologische Fortschritte können hier innert kürzester Zeit eine Ausgangslage massiv verbessern. Das erfahren wir am Beispiel der mRNA-Technologie im Rahmen der Covid-19-Bekämpfung, die weit über die Impfstoffentwicklung hinaus zur Anwendung gelangen soll. HBM ist jedoch viel breiter investiert, u.a. in den Bereichen der Gentherapien der nächsten Generation sowie der zelltherapeutischen Technologien. Die in der Schweiz kotierte HBM ist dadurch eine interessante Anlageergänzung zu Investitionen in grosse Pharma- und Biotechnologieunternehmen wie Novartis und Roche.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗	↗	Die Preisentwicklung seit Mitte Oktober von Kupfer (-8% aufs Niveau von Februar 2021) und Aluminium (-14%) zeigen, dass die Rohstoffpreise rasch fallen können.
Gold, Edelmetalle	→↗	→	Die Branchenorganisation World Gold Council berichtete zuletzt von einem Rückgang der Goldnachfrage im 3. Quartal auf 831 Tonnen (-7%).
Insurance Linked Securities	→↗	↗	In den Freizügigkeitslösungen setzen wir «Insurance Enhanced Credit» Lösungen ein, die einen überzeugenden langfristigen Leistungsausweis verzeichnen.
Private Equity	↗	↗	Das wichtige Puzzle-Teilchen in einem risikofähigen Multi-Assetklassen-Portfolio ist in diesem Jahr bislang die erfolgreichste Anlageklasse.

## Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)					
		31.10.2021	10/2021	2021 YTD	2020	2019	2018
<b>Aktien</b>							
SMI	CHF	12'108.2	+4.0%	+13.1%	+0.8%	+26.0%	-10.2%
SPI	CHF	15'613.3	+3.8%	+17.1%	+3.8%	+30.6%	-8.6%
DAX	EUR	15'688.8	+0.6%	+11.5%	+3.5%	+20.9%	-21.3%
CAC 40	EUR	6'830.3	+2.5%	+20.3%	-7.4%	+21.8%	-14.4%
FTSE MIB	EUR	26'876.0	+2.4%	+17.9%	-5.4%	+23.6%	-19.3%
FTSE 100	GBP	7'237.6	+1.8%	+16.2%	-19.2%	+14.7%	-16.7%
EuroStoxx50	EUR	4'250.6	+2.8%	+17.0%	-5.4%	+20.3%	-17.6%
Dow Jones	USD	35'819.6	+3.9%	+21.2%	-1.8%	+20.3%	-4.7%
S&P 500	USD	4'605.4	+4.9%	+27.0%	+6.5%	+26.7%	-5.4%
Nasdaq Composite	USD	15'498.4	+5.3%	+24.5%	+31.6%	+33.0%	-3.0%
Nikkei 225	JPY	28'892.7	-6.0%	-1.1%	+11.6%	+17.8%	-9.3%
Sensex	INR	59'306.9	-2.5%	+25.3%	+3.4%	+10.0%	-2.0%
MSCI World	USD	3'174.7	+3.6%	+22.2%	+4.5%	+23.1%	-9.6%
MSCI EM	USD	1'264.8	-0.9%	+1.4%	+6.1%	+13.5%	-15.8%
<b>Obligationen (gemischt)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	175.0	-0.3%	-3.1%	+3.5%	+3.7%	-0.4%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	212.6	-0.1%	-1.8%	+6.4%	+8.7%	-4.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	309.2	-0.6%	+2.3%	+4.7%	+10.5%	-5.1%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	311.7	-0.5%	-2.4%	+4.3%	+9.0%	-5.2%
<b>Staatsobligationen</b>							
SBI Dom Gov	CHF	190.9	-0.5%	-4.9%	+2.1%	+4.4%	+0.7%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	167.5	-0.1%	-3.5%	+6.3%	+3.3%	-2.4%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	213.5	-0.6%	-3.8%	+4.6%	+6.2%	+0.6%
<b>Unternehmensobligationen</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	185.1	-0.7%	-0.9%	+0.5%	+2.4%	-0.3%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	223.8	+0.2%	-2.0%	+8.0%	+10.7%	-5.7%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	622.8	-0.2%	+3.5%	+5.1%	+10.5%	-5.3%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	180.8	-0.7%	-1.3%	+2.4%	+5.8%	-1.7%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	292.7	-0.6%	+2.9%	+2.1%	+10.9%	-4.2%
<b>Alternative Anlagen</b>							
Gold Spot CHF/kg	CHF	52'525.3	-0.2%	-2.8%	+14.6%	+16.4%	-1.6%
Commodity Index	USD	103.4	+0.7%	+37.1%	-11.6%	+3.7%	-12.2%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'542.7	-3.9%	+1.9%	+13.0%	+21.7%	-4.4%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'442.8	-1.0%	+8.2%	-2.2%	+6.8%	-5.8%
<b>Währungen</b>							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9161	-1.7%	+3.5%	-8.4%	-1.6%	+0.8%
Euro / Schweizer Franken	CHF	1.0584	-1.9%	-2.1%	-0.4%	-3.5%	-3.8%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.8029	-4.1%	-6.3%	-3.8%	-0.6%	+3.6%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.2533	-0.2%	+3.6%	-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](http://www.zugerberg-finanz.ch) finden entsprechende Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung. Die ausgewiesene Wertentwicklung von Zugerberg Finanz Z wurde bis 30.06.2014 (Lancierung Zugerberg Finanz Z) von Zugerberg Finanz R übernommen. Die historische Wertentwicklung von Zugerberg Finanz R basiert teilweise auf dem Aufbau der Portfolios nach aktuellen Investmentkriterien mit Daten aus der Vergangenheit. Die Entwicklung gibt dabei einen indikativen Einblick über den möglichen Erfolg des Portfolios wieder, wäre dieses in der Vergangenheit in der aktuellen Form seit 2009 angelegt worden. Seit dem 01.01.2012 handelt es sich um die effektive Wertentwicklung der Portfolios. Die ausgewiesene Wertentwicklung von Zugerberg Finanz FZR wurde bis am 31.12.2013 (Lancierung Zugerberg Finanz FZR) von Zugerberg Finanz R übernommen. Die ausgewiesene Wertentwicklung von Zugerberg Finanz 3a wurde bis 31.12.2009 (Lancierung Zugerberg Finanz 3a) von der fondsbasierten Lösung der Zugerberg Finanz FZR übernommen. Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lussiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, [info@zugerberg-finanz.ch](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch); Fotos: Andreas Busslinger, stock.adobe.com, Storskogen Group AB, HBM Healthcare; Schlusskurse per 31.10.2021; Wirtschaftsdaten per 31.10.2021; Wirtschaftsprognosen vom 31.10.2021; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.