



Moränenhügel im Morgenlicht bei der Oelegg, dahinter Säntis und Speer (Foto: Andreas Busslinger)

Abkühlung und Beschleunigung

In der Weltwirtschaft zeichnet sich derzeit eine Phase von Abkühlung und gleichzeitiger Beschleunigung andernorts ab. In Nordamerika entfalten die Leitzinserhöhungen allmählich ihre Wirkung und sorgen für die sehnlichst erwünschte Abkühlung. Das Wirtschaftswachstum fiel im dritten Quartal mit 4.9% stärker als erwartet aus. Es kamen Befürchtungen über weitere Zinserhöhungen auf.

Für die US-Zentralbank Federal Reserve (Fed) bleibt der optimale geldpolitische Kurs eine Gratwanderung. Dabei kommt ihr die erfreuliche Entwicklung der Inflationsraten wie auch die zunehmend balancierten Kräfte auf dem Arbeitsmarkt entgegen. Wir glauben, dass die Leitzinsen ihren Höhepunkt erreicht haben. Die strengeren finanziellen Bedingungen, die hohen Kapitalkosten für Hypothekar- wie

auch für Stipendienkredite, die abnehmenden Ersparnisse und die greifbare Beruhigung auf den Arbeitsmärkten führen gegenwärtig zu einer deutlichen Verlangsamung des Wachstums.

Für die Zinssätze bedeutet dies, dass sie bis Mitte nächsten Jahres auf dem derzeitigen Niveau bleiben dürften. Eine Rezession mit rascheren Zinssenkungsszenarien ist inzwischen aus der Zinskurve ausgepreist. Vielmehr dürften die Märkte eine allmähliche Verlangsamung und dann eine Abflachung in den Bereich von 3% bis 4% erleben. Und was schliesslich das Wachstum in China und in Indien betrifft, ist es wie im gesamten asiatischen Raum von einer Beschleunigung geprägt. Dies dürfte sich ab dem ersten Quartal 2024 auch wieder positiv auf Westeuropa auswirken.

Enttäuschender Oktober

Der Konflikt im Nahen Osten hat die Aktieninvestoren verängstigt. Beim grössten und liquidesten Länderindex, dem US S&P 500 Index, lag die Performance bei -2.7% und im breiten Stoxx Europe 600 bei -4.2%. Ebenfalls enttäuschend war die Rendite des Schweizer Immobilienfonds-Index (-4.3%), noch schlechter allerdings war der Swiss Market Index (SMI) mit -5.2% im Oktober.

Stabiler als die Aktien blieben die Anleihen, obschon auch da tiefere Kurse resultierten. Der Weltanleiheindex büsste mit -1.0% (in Franken abgesichert) etwas mehr ein, als wir bei den von uns eingesetzten Anleiheleistungen beobachten konnten. Auf den Aktienmärkten lag die Monatsrendite dagegen tief im Minus: Die Einbusse beim SMI war dermassen hoch, dass die Schweizer Aktien unter das Jahresanfangsniveau fielen. Auch wenn wir mit weiteren Schwankungen kurz- und mittelfristig rechnen, sind die Bewertungen aus einer langfristigen Perspektive auf ein interessantes Niveau gefallen. Denn die Obligationenrenditen von langjährigen Eidgenossen oder

die Verzinsung von Festgeldern können nicht darüber hinwegtäuschen, dass sie nicht einmal die Teuerung auszugleichen vermögen. Mit Realwerten liegt deutlich mehr drin.

Im Oktober erzielten die Lösungen mit dem tiefsten Anteil an Aktien verhältnismässig die geringsten Wertebussen. Diese lag am tiefsten in der Risikoklasse 1 (Revo1 -1.3% respektive R1 -1.8%). In der «balancierten» Risikoklasse 3 resultierte eine Monatsperformance von -3.0%.

Gemessen an den Aktienverlusten im SMI verzeichneten die auf Dividenden ausgerichteten Strategielösungen (z. B. RevoDividenden -4.0%, R Dividenden -3.6%) zwar relativ eine etwas bessere Performance. Doch das tröstet nicht über einen enttäuschenden Oktober hinweg. Immerhin: Seit Ende Oktober geht es an den Märkten wieder aufwärts und der Start in den Monat November ist sehr gut geglückt. Wir rechnen mit höheren Kursen zum Jahresende.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Oktober 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	-1.8% ↓	+0.5% ↑
Zugerberg Finanz R2	-2.7% ↓	+1.9% ↑
Zugerberg Finanz R3	-3.3% ↓	+2.4% ↑
Zugerberg Finanz R4	-3.8% ↓	+3.4% ↑
Zugerberg Finanz R5	-2.9% ↓	+3.2% ↑
Zugerberg Finanz RDividenden	-3.6% ↓	+6.2% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-1.3% ↓	+1.3% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	-2.5% ↓	+2.8% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-3.0% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-3.5% ↓	+3.8% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-4.1% ↓	+4.3% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-4.0% ↓	+6.8% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-4.7% ↓	-9.9% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-6.4% ↓	-14.1% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-8.0% ↓	-17.8% ↓

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Oktober 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-1.1% ↓	-0.4% ↓
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-1.1% ↓	+0.6% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-1.7% ↓	+1.6% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-1.9% ↓	+2.0% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-2.1% ↓	+2.4% ↑

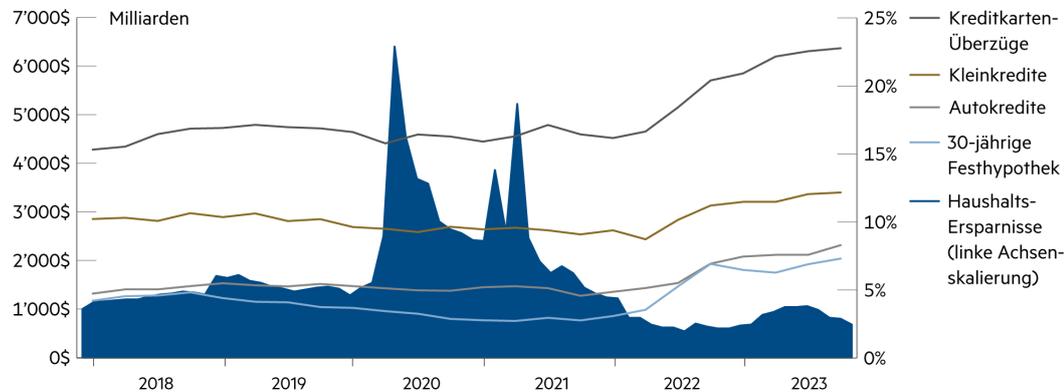
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Oktober 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-1.3% ↓	+1.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-2.5% ↓	+2.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-3.0% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-3.5% ↓	+3.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-4.1% ↓	+4.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-4.0% ↓	+6.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-4.7% ↓	-9.9% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-6.4% ↓	-14.1% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-8.0% ↓	-17.8% ↓

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

Makroökonomie

Wirtschaftliche Abkühlung in den USA



Kreditzinsen für den US-Konsumenten in den letzten 5 Jahren (Quelle: FED Consumer Credit Report, Freddie Max Primary Mortgage Market Surveys | Grafik: Zugerberg Finanz)

Nachdem die amerikanische Volkswirtschaft im dritten Quartal über ihrem Trend wuchs, zeichnet sich im vierten Quartal die erwünschte Abkühlung ab. Diese wird insbesondere durch die höheren Kreditzinsen verursacht. Ein Hypothekarkredit kostet schon deutlich mehr als 7%, ein Autoleasing schlägt mit Zinskosten von mehr als 8% zu Buche, bei den Konsumkrediten sind es 12% und im Bereich der Kreditkartenüberzüge sind es hohe 23%.

In den USA kommt es zu einer vorübergehenden Wachstumsverlangsamung, weil sich die Finanzierungsbedingungen in der gesamten Volkswirtschaft deutlich verschärft haben. Die restriktive Geldpolitik hat in diesem Konjunkturzyklus wirkungsbezogen eine überdurchschnittlich hohe Übertragungsdauer, weil die resilienten Konsumentinnen und Konsumenten länger als erwartet von den üppigen Sparüberschüssen aus der Pandemieperiode zehren konnten. Doch die Fast-Food-Kette McDonald's erzielte zuletzt überdurchschnittliche Umsatzerlöse, während teure Steakhouse-Ketten darunter litten, dass sich das Konsumentenverhalten allmählich ändert.

Mit einem konjunkturellen Einbruch ist allerdings nicht zu rechnen. Volkswirtschaftlich stieg einerseits das Lohnaufkommen (höhere Löhne, mehr Erwerbstätige), andererseits auch die Produktivität. Weil sich die Inflation weiterhin auf dem Rückwärtstrend bewegt, entsprechen die höheren nominellen Löhne auch einem Reallohnzuwachs. In den meisten OECD-Ländern führt das höhere Zinsniveau zwar ebenfalls zu einer Wachstumsdämpfung, aber nicht zu einem Rezessionsschock.

In Europa wächst die Wirtschaft wenig. Doch erweist sich hier der Einkaufsmanagerindex als kein genauer Indikator für die Gesamt-

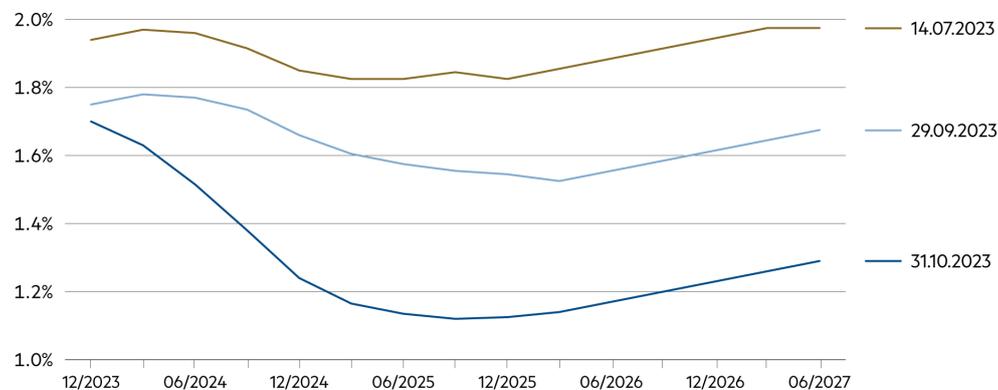
wirtschaft. Wie falsch die Medianprognose sein kann, zeigte sich zuletzt am dritten Quartal in den USA. Als das Quartal bereits vier Wochen alt war, lag die Prognose immer noch bei bescheidenen +0.5%. Schliesslich resultierte ein reales Wachstum von +4.9% (!). Die einzige wesentliche Institution, welche dieses Wachstum richtig einschätzte, war die US-Zentralbank mit ihrer «GDPnow» Prognose. Auf Deutschland übertragen ist ebenfalls interessant, dass die Bundesbank mit ihrem wöchentlichen Aktivitätsindex in der positiven Zone liegt. Die implizierte BIP-Wachstumsrate für die letzten dreizehn Wochen bis Ende Oktober gegenüber den vorangegangenen dreizehn Wochen liegt bei +0.3%. Das ist keine Rezession.

In China als zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt erwarten wir im vierten Quartal eine leichte Verbesserung des Wachstums, da der Lagerabbau nachlässt, die fiskal- und geldpolitischen Lockerungsmassnahmen verstärkt werden und sich die Exporte stabilisieren. Daraus resultiert für uns eine BIP-Wachstumsprognose für die kommenden 12 Monate von rund +5%. Mittelfristig bleiben die Herausforderungen wie der anhaltende Immobilienabschwung, die unvorteilhafte demografische Entwicklung und die implizit hohe Verschuldung der lokalen Gebietskörperschaften. Doch in China gab es auch ein klares Signal, dass ein schwächeres Wachstum nicht toleriert wird. Präsident Xi Jinping besuchte die People's Bank of China – der erste bekannte Besuch seit seinem Amtsantritt vor einem Jahrzehnt. Kurz darauf folgte die Ankündigung, dass China im vierten Quartal zusätzliche spezielle Staatsanleihen im Wert von 1 Billion RMB ausgeben wird, was die Staatsausgaben effektiv um 0.8% erhöht und das zentrale Haushaltsdefizit Chinas bis 2023 auf 3.8% ansteigen lässt.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗→	↗	Manche Dogmatiker sahen eine drohende Rezession innerhalb von 6-12 Monaten nach Beginn der Zinskurven-Inversion. Die Aussichten besserten sich jedoch.
Eurozone, Europa	↗→	↗	Die jüngste EZB-Einschätzung geht von einem positiven Wachstum im kommenden Jahr aus, d. h. die gegenwärtige Delle wird schon bald überwunden sein.
USA	↗	↗	Im vierten Quartal dürfte sich der BIP-Zuwachs gegenüber dem dritten (+4.9%) deutlich reduzieren. Auch die Inflation geht zurück und stabilisiert die Zinsen.
Rest der Welt	↗	↗	Insbesondere die Technologiebranche beginnt sich in Asien deutlich zu beleben. Überdurchschnittliche Wachstumsraten gibt es von Mexiko bis Indien.

Liquidität, Währung

Die Leitzinserwartungen sind stark gesunken



Die Leitzinserwartungen in der Schweiz mittels 3-Monate-Saron-Future (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Dreimonats-Saron-Future ist im Oktober deutlich gefallen, noch ausgeprägter gegenüber der Markteinschätzung von vor drei Monaten. Die Saron-basierten Hypothekarkreditzinsen sind zurückgekommen. Die Erwartung ist, dass sie in den kommenden Monaten noch weiter sinken werden. Deshalb ist es momentan ein ungünstiger Moment, allzu viele Verträge in langfristigen Kontrakten zu binden.

Im Frühjahr war die Liquidität im Schweizer Finanzsystem knapp und das Misstrauen der Banken untereinander gross. Der Stress in der Bankbranche war greifbar. Die Refinanzierungssituation unter den Banken hat sich seither deutlich entspannt. Die Swapsätze bildeten sich seit der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS zurück. Von dieser Marktberuhigung profitieren nun alle, die Saron-basierte Kreditzinsen bezahlen. Zieht man die Futures-Preise in Betracht, könnte es in den kommenden zwei Jahren noch besser werden. Es braucht nun Zuversicht und Geduld.

Die Swapsätze haben in ruhigen Zeiten einen niedrigen konstanten Aufschlag zur laufzeitgleichen eidgenössischen Anleihe, beispielsweise in den Jahren 2015 bis 2021. Sie können jedoch auch erheblichen Schwankungen unterworfen sein. Einerseits durch die Schweizerische Nationalbank (SNB), welche durch markante Zinserhöhungen (2022/23) das Refinanzierungsangebot unter den Banken verknappt. Das lässt die Risikoaufschläge – die Differenz zwischen Swapsatz und Bundesobligationen – generell ansteigen.

Andererseits kann eine Krise die Nachfrage nach Eidgenossen-Anlei-

hen derart verändern, dass da die Renditen fallen und sich diese von den Swapsätzen abkoppeln. Seit Jahresbeginn bildeten sich die Renditen der zehnjährigen Eidgenossen von 1.5% auf 1.0% zurück. Das war einzig in der Schweiz als «sicherer Hafen» zu beobachten. In allen anderen Ländern stiegen die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen an, teils sogar sehr deutlich.

Inzwischen setzt sich aber mehrheitlich die Ansicht durch, dass die Anleihsrenditen fallen werden. Die hohen Inflationsraten sind erfolgreich bekämpft. In der Eurozone sind sie innert Jahresfrist von 10.6% auf 2.9% und damit erstmals seit Mitte 2021 wieder unter 3% gefallen. Das ist mehr, als alle erwartet haben, und nicht mehr weit entfernt vom EZB-Ziel von 2%. Ähnliches ist in den USA zu beobachten. Beidseits des Atlantiks betonen die Zentralbanken, dass es «absolut voreilig» wäre, über Leitzinssenkungen nachzudenken. Die restriktive Geldpolitik wirkt allmählich in vollem Umfang, und tatsächlich darf man damit nicht zu früh nachlassen.

Doch der starke Inflationsrückgang erhöht natürlich die Erwartungen an Leitzinssenkungen, die auf dem Kapitalmarkt meistens schon vorweggenommen werden. Die Märkte mögen diese Diskussion. Denn fallende Inflationsraten, tiefere Zinsen und Kapitalmarkrenditen sind letztlich der Schlüssel für ein künftig wieder höheres Wirtschaftswachstum. Sie sind auch die Treiber im M&A-Geschäft und beleben die Privatmärkte. Alle Investoren in Realanlagen profitieren davon, und die Investoren in langfristigen Nominalanlagen sowieso.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↗	↗→	Festgelder bleiben weiterhin nicht attraktiv im Vergleich mit den nominellen Renditeaussichten von Wertpapieranlagen über die nächsten Jahre hinweg.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Mit tiefen 0.96 sorgt der Wechselkurs für eine Fortsetzung der Fitnesskur in der Schweizer Wirtschaft, die mit Produktivitätssteigerungen zu reagieren hat.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Der Schweizer Franken hat sich im Zuge der «Risk-off» zuletzt nach oben bewegt. Der Wechselkurs (-0.5% im Oktober) liegt bei 0.91 und hat Abwertungspotenzial.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Das wichtigste Währungspaar liegt am Monatsende bei 1.06, kaum verändert gegenüber dem Jahresbeginn – trotz tieferen Zinsen in der Eurozone.

Anleihen

Attraktive Renditejahre stehen bevor



Die Renditeentwicklung von USD Staats- und Unternehmensanleihen, 2006 bis 2023 (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im Bereich der Anleihen stehen uns attraktive Renditejahre bevor. Die Periode der Negativ- und Nullzinsen ist vorbei. Aus dieser Zeit bleiben Anleihen zurück, deren Kurse weit unter den Ausgabepreis gedrückt wurden. Nun steht eine Phase der Erholung an, zumal die schmerzliche Phase der stärksten Leitzinserhöhungen der vergangenen 50 Jahre abgeschlossen ist. Angesichts der abkühlenden Inflationsraten kann wieder mit steigenden Anleihenskursen gerechnet werden.

In den USA liegt die Rendite der zehnjährigen Schatzanleihen bei 4.9%. Wer in Unternehmensanleihen investiert, bekommt mit einem guten «A» Rating zusätzlich noch eine Risikoprämie von rund 1.2%. Das macht langfristige Staats- und auch solide Unternehmensanleihen zu einer attraktiven Anlage.

Für Anleiheinvestoren waren die letzten Monate eine enorme Herausforderung. Die Zentralbanken wie die Federal Reserve beharrten in ihrer restriktiven Geldpolitik kommunikativ darauf, dass es keine baldigen Zinssenkungen geben werde. Das führte zu einer Neubewertung von Anleihen mit längeren Laufzeiten, auch weil das Rezessionsrisiko «ausgepreist» wurde. Die Rendite einer zehnjährigen Schatzanleihe stieg innert nur drei Monaten von 4.2% vorübergehend sogar auf über 5.0% und jene der 20-jährigen Schatzanleihe von 4.4% auf 5.3%. Eine Versteilung der Zinsstrukturkurve in diesem Ausmass ist auch angesichts der konjunkturellen Aussichten in naher Zukunft aussergewöhnlich.

Die Renditeentwicklung und das Kurssteigerungspotenzial für Anleihen sorgten im Oktober für einen starken Abfluss aus US-Aktien

und einen Zustrom in US-Schatzanleihen. Diese Renditen werden aber auch zum Massstab für andere Anlageklassen. US-Rendite-Immobilien verloren an Wert, weil die höhere «risikolose» Rendite für höhere Diskontierungssätze sorgten. Die Wirtschaft blieb zunächst stark und resilient. Die wachsende Zahl Erwerbstätiger, überschüssige Ersparnisse und massvolle Lohnsteigerungen sorgten für einen anhaltenden Konsum und für eine starke Wirtschaftsentwicklung in den USA. Es gibt insbesondere deutliche Anzeichen, dass der Arbeitsmarkt in den USA in ein Gleichgewicht zurückfindet. Damit wird der Inflationsrückgang begünstigt und die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale eliminiert.

Trotz dieser volkswirtschaftlichen Resilienz bleibt unsere Vorsicht vor einer Rezession, zumal wir nicht nur in Staats-, sondern vorwiegend diszipliniert in Unternehmensanleihen investieren. Der allergrösste Teil der Unternehmen, die sich am Kapitalmarkt in den vergangenen Jahren mit Anleihen finanzierte, ist in der Lage, auch mit höheren Zinsen umzugehen. Wir befürchten deshalb keine Insolvenzwellen, zumal das hauptsächliche Engagement über den Franken-Raum hinaus in der Eurozone liegt, wo der Leitzins bei rund 4% seine Spitze erreicht hat – somit rund 1.5% tiefer als in den USA. Dabei darf nicht übersehen werden, dass die Emission einer Anleihe eine Nominalschuld ist. Wenn ein Unternehmen in einem inflationären Umfeld allein schon aufgrund von Preisanpassungen Umsatz und Bruttoertrag zu steigern vermag, was zu erwarten ist, bleibt unter dem Strich mehr nominelle Finanzkraft übrig, um die Zinsen zu bedienen und die Schulden zu tilgen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	↗	↗	Die US-Rezessionswahrscheinlichkeit wurde in den letzten 3 Monaten ausgepreist. Das liess die Kurse fallen und die Renditen am längeren Ende stark steigen.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Derzeit lässt sich die Vielfalt makroökonomischer Gegebenheiten unterschiedlichster Länder und Märkte für ein breites Renditespektrum aktiv nutzen.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Die Marktaussichten für hybride Anleihen mit einem High Grade Rating verbesserten sich beträchtlich und lässt den kommenden Jahren ruhig entgegenblicken.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Verbesserte Aussichten



Mit Unternehmensanleihen in die Weltwirtschaftsentwicklung investieren – Containerhafen Singapur (Bildquelle: stock.adobe.com)

In den letzten zwölf Monaten spielte es eine wichtige Rolle, wie man in die Anleihen investierte. Während der weltweite Anleiheindex in Schweizer Franken gesichert eine Wertveränderung von -2.6% erfuhr, legte der Swiss Bond Index +3.0% zu. In derselben Periode lagen die Renditen des Zugerberg Income Fund (+3.2%) und des Credit Opportunities Fund (+2.9%) auf demselben Niveau. In diesen Anleihenslösungen liegt aber insbesondere die Rückzahlungsrendite höher, d. h. die Aussichten sind besser.

In der Eurozone fiel die Inflation mit +2.9% auf den tiefsten Wert seit mehr als zwei Jahren. Das bestärkt unsere Ansicht, dass die EZB in den nächsten zwölf Monaten bis zu drei Leitzinssenkungen vornehmen dürfte. Der Hauptjob ist getan, jetzt geht es noch um den Feinschliff. Zudem kühlt die Wirtschaft in der Eurozone ab, ohne dass eine derart restriktive Geldpolitik benötigt würde. Auch in der Schweiz lässt der Inflationsdruck nach. Ebenso in den USA, wo die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale gebannt ist. Da hat sich in jüngster Zeit viel auf dem Arbeitsmarkt getan. Dieser bewegt sich praktisch im Gleichgewicht. Auch die Rohstoffpreise (-7.3% seit Jahresbeginn) trugen dazu bei, dass die hohen Inflationsraten rasch zurückfielen. Allerdings ging der Index des Konsumentenvertrauens im Oktober weniger stark zurück als erwartet, fiel aber dennoch auf den niedrigsten Stand seit Mai 2023.

Insbesondere in Dollar und in Euro gehandelte Anleihen sind vielversprechend für jene Investoren, die von einer wirtschaftlich eher schlechten Zukunft ausgehen. Typischerweise reagieren die Zentralbanken in einer Phase von moderater Inflation (was derzeit zuneh-

mend der Fall ist) und von konjunkturellen Dellen mit Zinssenkungen. Solche sind dann besonders interessant, wenn die Restlaufzeit der Anleihen relativ hoch ist. Das bedingt jedoch, dass man über solide Bonitäten und cashflowstarke Geschäftsmodelle verfügt.

Konkret gibt es Rückzahlungsrenditen auf langfristigen Anleihen beispielsweise von Holcim (z. B. 2033: 4.5% p. a. Rendite in Euro; 2046: 6.9% p. a. Rendite in Dollar), die vor allem unter dem Aspekt interessant sind, dass in diesen Währungen sich die Rückzahlungsrenditen im Zuge der Leitzinssenkungen in den kommenden zwei Jahren deutlich reduzieren dürften. Daraus resultiert dann nicht nur der Couponertrag, sondern auch noch ein (einkommenssteuerbefreiter) Kursgewinn der Anleihe.

Das ZIF-Portfolio wurde mit insgesamt 25 Transaktionen aktiv weiter verbessert, um von rückläufigen Zinsen profitieren zu können. Ins Portfolio kamen langfristige Anleihen u. a. von Johnson & Johnson, Roche und Sandoz (Gesundheitskonzern), der Deutschen Telekom-Tochter T-Mobile (Kommunikation), AMAG Leasing (Covered Bond mit AAA-Rating) sowie vom europäischen Stabilitätsfonds, von der Republik Österreich und der Stadt Zürich sowie Pfandbriefe von zwei Schweizer Banken.

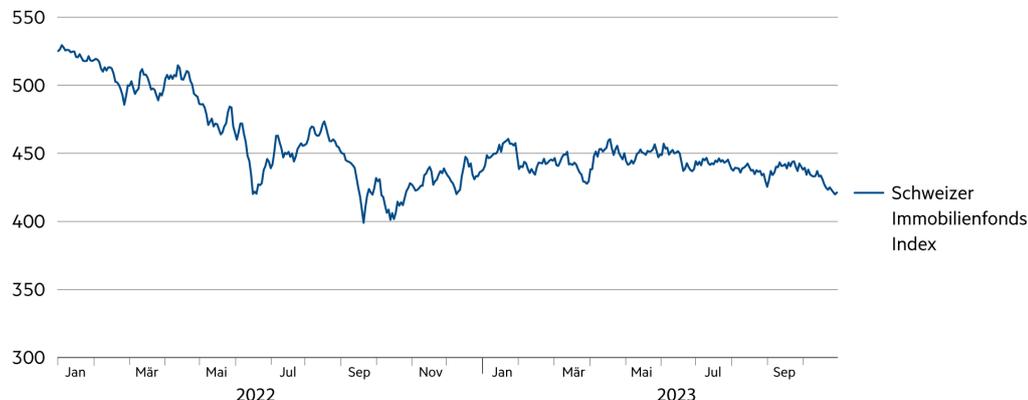
Im COF-Portfolio wurden mittels 12 Transaktionen die Bonität und die Duration ebenfalls erhöht. Aufgenommen wurde ebenfalls eine Anleihe von T-Mobile sowie eine vom süddeutschen Familienunternehmen Adler Pelzer (Automobilzulieferer im Bereich von akustischen Lösungen und thermischer Effizienz, um den Fahrkomfort zu erhöhen).

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	+0.8%	+0.3%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-13.0% (-2.5%)	+20.2% (+1.7%)
Anteil positiver Renditemonate	52%	66%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	249 BP (+10 BP)	744 BP (+91 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB+	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Schweizer Immobilienfonds bleiben unter Druck



Schweizer Immobilienfonds Indexverlauf vom 1.1.2022 bis 31.10.2023 (Quelle: SXI Real Estate Funds Total Return Index SWIIT | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die erhöhten Zinsen und Diskontierungssätze für die Immobilienbewertungen sorgen für einen nachhaltigen Rückgang der Schweizer Immobilienfonds (SWIIT). Sie verharren per Ende Oktober 2023 mit einem Gesamtertrag von -19.0% seit dem Beginn des Jahres 2022 deutlich in der Minuszone. Auch mit dem Gesamtertrag von -14.4% des Schweizer Aktien-Leitindex SMI vermochten die Schweizer Immobilienfonds nicht mitzuhalten.

In Immobilienfonds investiert man im Allgemeinen, um einen Diversifikationseffekt zu erzielen und um in einer Krise über einen stützenden Pfeiler zu verfügen. Doch der vermeintliche Krisenstabilisator versagte in jüngster Zeit. Gegen erhöhte Zinsen und entsprechend erhöhte Diskontierungssätze vermochten die einst als krisenbeständig betrachteten Immobilienanlagen nichts auszurichten. Immerhin lässt sich festhalten, dass der Schweizer Aktienindex der mittleren und kleineren Unternehmen (SPIEX Index) in der entsprechenden Vergleichsperiode mit -25.4% noch deutlich mehr als der SWIIT Index einbüsste.

Der grösste Teil der Werteinbusse erfolgte im Jahr 2022. Im laufenden Jahr lag der Immobilienindex «nur noch» bei zusätzlichen -4.3%, d. h. es scheint sich nach der starken Korrektur eine Stabilisierung auf einem rund 20% tieferem Niveau als Ende 2021 abzuzeichnen. Für eine anhaltende Erholung müssten die Zinsen sinken und sich damit der Abdiskontierungsfaktor wieder substantiell reduzieren.

Gegenwärtig bleiben die Aufwertungschancen gering. Das gilt insbesondere im institutionellen Immobiliengeschäft. Der ETF, welcher

den Schweizer Immo-Index mit einer Replikationsstrategie seit 14 Jahren vollumfänglich abbildet, weist eine jährliche Kostenquote von 0.98% auf. Die Rendite liegt mit 2.6% weiterhin im eher bescheidenen Rahmen und stagnierte in den vergangenen fünf Jahren. Unter Einbezug des Kursrückgangs liess sich mit Schweizer Immobilienfonds seit vier Jahren bestenfalls das Kapital erhalten: bei einer Nettorendite von -0.4% notabene auf dem Index, ohne die Kosten des ETF.

Im privaten Immobilienbereich für Wohnzwecke kommt den Schuldnern entgegen, dass die Hypothekarkreditzinsen im Oktober auf ein neues Jahrestiefst gefallen sind. Der Richtsatz für einen Zeitraum von zwei Jahren liegt bei 2.4%, wobei sich auch günstigere Angebote als eine Marge von 0.9% finden lassen. Die Swapkurve ist im Bereich der 2- und 3-jährigen Zinsen im Vergleich mit Ende März um rund 0.5% tiefer (1.5% statt 2.0%) und allein im Oktober um 28 Basispunkte gefallen.

Die Festhypotheken sind somit wieder attraktiv geworden – nicht nur wegen ihrer Planungssicherheit, die sie verkörpern. Es ist keineswegs so, dass Saron-basierte Hypothekarkredite in Zukunft wieder günstiger werden müssen. Wer eine Festhypothek zu 2.4% abschliesst, verfügt steuerbereinigt über eine Zinsbelastung von rund 1.6% – ohne quartalsweise Schwankungen. Das entspricht Finanzierungsbedingungen, welche in ihrer Höhe auf dem Niveau der erwarteten Inflationsrate liegen. Damit ist dies längerfristig ein sehr attraktives Niveau, insbesondere wer von einer langfristig realen Wertsteigerung seiner Immobilie ausgeht.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗→	↗	Die Saron-basierten Hypotheken können schon bald wieder günstiger werden. Wer Planungssicherheit wünscht, nutzt derzeit günstige Festhypotheken.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↘	→	Gut positionierte Immobiliengesellschaften verfügen auch heute noch über solide Agios. Gesellschaften mit Disagios (als Marktsignal!) sind weiterhin zu vermeiden.
Immobilienfonds CH	→	↗→	Ausgewählte Fonds bleiben attraktiv, aber bei rund zwei Drittel der Fonds stehen noch tiefere Bewertungen an. Da ist der NAV zuletzt zu hoch getrieben worden.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die Infrastruktur-Performance im Oktober zeigte sich am Beispiel von Engie und RWE (je rund +3%). Unternehmen wie der Flughafen Zürich (-3%) haben viel Potenzial.

Aktien

Die Gewinne nehmen zu

Nach der Berichterstattung zum dritten Quartal 2023 können wir festhalten, dass die Gewinne der Unternehmen nochmals deutlich gegenüber dem Vorjahr zugenommen haben. Auch die Gewinn-schätzungen dieser Unternehmen mit Hinblick auf das Jahr 2024 sind in den letzten drei Monaten erhöht worden. Das bedeutet, dass vorderhand keine grossen Veränderungen vorgenommen werden, weil sich die Gewinnentwicklung der Unternehmen in unseren Portfolios deutlich über dem Marktdurchschnitt bewegt.

Im Oktober erlitten die Aktienindizes weltweit massive Einbussen. Der eher als defensiv bekannte Schweizer SMI fiel mit -5.2% besonders negativ auf. Europäische Aktienmärkte hatten Kurseinbussen von rund -4.2% (Stoxx Europe 600) zu verkraften. Etwas weniger waren es in den USA mit dem breit aufgestellten S&P 500 Index (-2.7%).

Nun bleibt jedoch festzuhalten, dass die Märkte kurz- und mittelfristig besonders stark auf externe Faktoren reagieren. Wir fokussieren deshalb auch weniger auf einzelne Quartalsergebnisse als vielmehr auf mittelfristige Umsatz-, Margen- und Gewinn-Entwicklungen.

Zudem sehen wir, dass die Gesamtinflation schneller zurückgekommen ist als von den Märkten erwartet. Zwar bleibt aufgrund einiger hartnäckiger Komponenten der Inflation immer noch ein richtiges Stück vor uns und gewiss könnten geopolitische Spannungen wie im Nahen Osten den Ölpreis kurzfristig volatil werden lassen – doch derartige Perioden der «anlegerischen» Unsicherheit zählten in der Vergangenheit schon immer zum Anlageumfeld.

Hinsichtlich des Wachstums zeigen uns die Resultate der Unternehmen, dass es sich viel besser entwickelte als erwartet, insbesondere in den USA. Inzwischen sorgen die strengeren finanziellen Konditionen, die hohen Kapitalkosten, die abnehmenden Pandemie-Ersparnisse und die Abkühlung der Arbeitsmärkte zu einem verlangsamten Wachstum. Doch die Marktleader, auf die wir in unseren Portfoli-

os besonderes Gewicht legen, wachsen überdurchschnittlich – auch in den kommenden Jahren und aus vielfältigen Gründen.

Weil sich bei den Zinssätzen eine allmähliche Rückkehr auf tiefere Niveaus abzeichnet, wird dies mittelfristig auch in das Abdiskontierungsmodell, das zur Aktienbewertung herbeigezogen wird, eingerechnet. Das wird den Barwert der zukünftigen Unternehmensergebnisse erhöhen. Angesichts derartiger Aussichten ist es momentan eine sehr interessante Ausgangslage, selektiv in Realwerte mit überdurchschnittlichen Eigenschaften (Marktstellung, Bilanzstärke, Preissetzungsmacht) zu investieren.

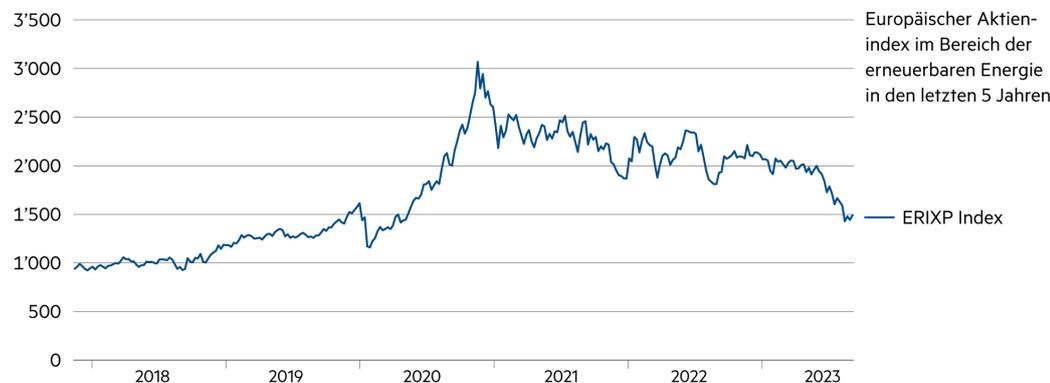
Schweizer Dividendenrenditen bleiben unverändert attraktiv: Während die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen im Ausland die Ausschüttungsrendite der Aktien häufig weit übertreffen, ist dies in der Schweiz genau umgekehrt. Aktuell liegt die Rendite des Eidgenossen bei 1.0%, sogar unter der Inflationsrate. Allein die Ausschüttungsrendite (Dividenden und steuerbefreite Nennwert-rückzahlungen) dürfte in unserem Revo Dividenden Portfolio 4.6% erreichen. Dabei muss man sich im Klaren sein, dass ein erheblicher Gewinnanteil in den Unternehmen thesauriert und nicht ausgeschüttet wird. Die Gewinnrendite im Revo Dividenden beträgt 8.3%: 3.7% oder etwa 45% der Unternehmensgewinne werden thesauriert und zur Innenfinanzierung des Wachstums herbeigezogen, was mittelfristig zu höheren Gewinnen führen dürfte.

Genau darin steckt der Kern der Sache. Huhn oder Ei? Wem es nicht um das Gewicht der Hühner, sondern um die Anzahl Eier geht, die jährlich gelegt werden, kann sich zurücklehnen: Seit wir das Dividenden-Portfolio errichtet haben, sind die Bar-Ausschüttungen von Jahr zu Jahr stets gestiegen – und zwar deutlich stärker als im SMI-Durchschnitt. Dividendenstrategien bleiben für Schweizer Investoren weiterhin attraktiv, denn die Differenz zwischen den Dividendenrenditen und den Renditen zehnjähriger Eidgenossen hat in diesem Jahr bereits um 70 Basispunkte zugelegt.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Im Oktober waren die grössten SMI-Ausreisser nach oben Logitech (+12%), Swiss Re (+5%), Zurich (+3%), Swiss Life (+2%); nach unten Alcon (-9%) und Lonza (-26%).
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Nach dem schlechten Tesla-Quartalsergebnis und dem Preisdruck im EV-Markt gaben auch die Kurse der europäischen Autohersteller substantiell nach.
Aktien USA	↗→	↗	Im S&P 500 werden im Jahr 2023 rund 220 USD Gewinn je Aktie erzielt. Die Konsensprognose geht Richtung 240 USD (+9%) im Jahr 2024.
Aktien Schwellenländer	↗→	↗	Einschätzungen werden zunehmend einfacher, denn die stärksten Leitzinssenkungen in den nächsten zwei Jahren stehen den Schwellenländern bevor.

Alternative Anlagen

Preisdruck im Bereich der erneuerbaren Energie



Europäischer Aktienindex im Bereich der erneuerbaren Energie in den letzten 5 Jahren (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im Bereich der erneuerbaren Energien ist der Preisdruck enorm. Bei den Solarparks kommt der Druck aus China, bei den Windparks aus den derzeitigen Überkapazitäten in Europa. Zudem sorgten höhere Zinsen, inflationäre Produktionskosten sowie punktuelle Lieferkettenprobleme für grosse Herausforderungen. Das Marktwachstum ist immens, doch bleibt die Rückkehr zur Rentabilität notwendig, um wieder mehr Kapital anzulocken.

Trotz eines beträchtlichen Wachstums und enormer Fortschritte bei der Unterstützung durch die öffentliche Hand hat die saubere Energie in letzter Zeit an der Börse einen schlechten Stand gehabt. Der europäische Aktienindex der erneuerbaren Energie umfasst die grössten und liquidesten Aktien in den Bereichen Wasser, Wind, Geothermie, Biomasse und Solar. Der Index ist bereits 29.1% tiefer als zu Jahresbeginn (der weltweite Index liegt sogar bei -34.1%). Die höheren Kreditzinsen zehren an der Marge, und mancherorts sind die garantierten Energieabnahmepreise nicht an die Inflation gekoppelt. Hinzu kommen langsame Genehmigungsprozeduren und fehlende Netzkapazitäten, um überschüssigen Strom innerhalb von Europa zu verkaufen und verteilen. Zusätzlich zum seit Jahren ohnehin anspruchsvollen industriellen Umfeld ergab dies eine Mixtur, welche vielen Anlegern nicht gefiel. Durch die erhöhten Verkaufsaktivitäten von Aktien im Zusammenhang mit erneuerbarer Energie fiel der Index dermassen stark zurück.

Die Europäische Kommission plant, dass bis 2030 der Anteil der erneuerbaren Energie in Europa um ein Vielfaches ausgebaut werden muss, damit die Ziele erreicht werden können. Dazu legte sie ein «Windpaket» vor. Demzufolge soll eine Beschleunigung der Genehmigungsverfahren in Verbindung mit einem stärkeren

Ausbau der Stromnetze einhergehen. Die Windauktionen, vor allem zur Förderung der Entwicklung einer europäischen Lieferkette sowie zur erneuten Unterstützung der notleidenden Offshore-Industrie, sollen neugestaltet werden. Die Genehmigungsverfahren dauern aktuell wie in der Schweiz im Durchschnitt vier bis sieben Jahre. So lassen sich die Dekarbonisierungsziele bis 2030 nie erreichen. Die EU will die maximale Dauer auf 24 Monate reduzieren. Das gäbe Rückenwind für Entwickler wie RWE und SSE und für die Smart Grid Investitionsprojekte von Enel, Iberdrola und Endesa.

Auch wenn es sich hierbei noch um recht hochgesteckte Ziele handelt und die tatsächliche Umsetzung auf Länderebene noch 12 bis 18 Monate auf sich warten lässt, liefert dies positive Impulse. Schnellere Genehmigungen – und damit auch geringere Ausführungsrisiken – würden den Elektrifizierungsprozess in Europa beschleunigen. Wir betrachten deshalb die meisten Aktien in der gesamten Wertschöpfungskette der erneuerbaren Energie auf lange Sicht als Nutzniesser dieser Entwicklung.

Die DecarbRevo Portfolios haben in den letzten drei Monaten besonders unter der verschlechterten Stimmung gegenüber sauberer Energie gelitten. Vom globalen Clean Energy ETF flossen seit Jahresbeginn 1.1 Milliarden Dollar ab. In den DecarbRevo Portfolios war der Rückgang nie so stark wie im europäischen Renewable Energy Stocks Index, aber dennoch schmerzhaft. Das gegenwärtige Niveau ist attraktiv für langfristige Investoren. Denn allein schon der Rückgang der Zinskosten in den kommenden Jahren dürfte für Auftrieb sorgen – bei der Nettomarge wie auch beim Barwert durch den tieferen Diskontierungssatz.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Der Gasgrosshandelspreis in Amsterdam endete im Oktober auf 40 €/MWh, d. h. immer noch tief, aber spürbar höher als in den heissen Sommermonaten.
Gold, Edelmetalle	→	→	Der Goldpreis liegt mit zuletzt 1'806 CHF/Unze zwar eindruckliche 6.8% höher als vor einem Monat, aber lediglich auf dem durchschnittlichen Niveau vom Frühjahr.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Selten war das Prämienniveau für CAT-Bonds so attraktiv wie heute. Das gilt auch für die Renditen von Versicherungsanleihen und ihre relative Attraktivität.
Private Equity	↗	↗	In der Branche verbreitet sich die Zuversicht, dass mit dem «Zinspeak» wieder mehr Transaktionen (M&A, IPO) den verunsicherten Markt im Jahr 2024 beleben werden.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)					
		31.10.2023	10/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
Aktien							
SMI	CHF	10'391.2	-5.2%	-3.2%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	13'616.2	-5.2%	-0.9%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	14'810.3	-4.3%	+3.6%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	6'885.7	-4.0%	+3.6%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	27'741.9	-2.3%	+14.0%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'321.7	-4.7%	-2.7%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'061.1	-3.3%	+4.3%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	33'052.9	-1.9%	-1.6%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'193.8	-2.7%	+7.8%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	12'851.2	-3.3%	+21.1%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	30'858.9	-5.0%	+0.9%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	63'874.9	-3.7%	+2.9%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'768.6	-3.5%	+5.0%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	915.2	-4.5%	-5.6%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	147.8	-0.9%	-2.8%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	171.3	-1.4%	-3.2%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	315.2	-1.2%	+0.9%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	245.1	-1.6%	-3.5%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	168.9	-0.5%	+5.8%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	133.7	-1.5%	-6.1%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	171.0	+0.2%	-1.3%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	178.0	+0.6%	+3.5%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	172.2	-2.2%	-5.4%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	545.9	-1.5%	+1.0%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	157.4	+0.2%	+1.3%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	272.7	-0.5%	+4.3%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	58'066.9	+7.6%	+4.9%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	104.6	-0.7%	-8.5%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'119.3	-4.3%	-4.5%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9104	-0.5%	-1.5%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9628	-0.5%	-2.7%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.6002	-2.1%	-14.9%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1065	-0.9%	-1.1%	-9.3%	+1.9%	-5.7%

Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden, allgemein zugänglichen Quellen. Für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation richtet sich ausschliesslich an Kunden/Interessenten aus der Schweiz und die rechtlichen Hinweise im Impressum auf www.zugerberg-finanz.ch finden 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 31.10.2023; Wirtschaftsdaten per 31.10.2023; Wirtschaftsprognosen vom 31.10.2023; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.