



Zuger Altstadt mit Kapuzinerturm und Blick auf den Zugersee (Foto: Andreas Busslinger)

Die Weltwirtschaft expandiert auch im Jahr 2022

Das weltwirtschaftliche Wachstum wird auch im kommenden Jahr robust bleiben. Zudem zeichnet sich ab, dass die Inflationsraten allmählich zurückgleiten werden. Der Preisdruck, der sich aus der starken Nachfrage und angebotsseitigen Engpässen ergeben hat, lässt nach, wie dies anhand des «Inflationsbuckels» zu erwarten gewesen ist. Die Breakeven-Inflationsraten liegen jedenfalls im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre und signalisieren keine Zinsängste, d.h. die monetären Rahmenbedingungen bleiben konstruktiv und expansiv.

Hinzu kommt eine fiskalpolitische Stimulierung, was zusammen mit dem starken Nachfragezuwachs die verschiedenen Realanlagen auch im Jahr 2022 attraktiv erscheinen lässt. Dagegen bleibt es anspruchsvoll, mit Nominalanlagen (wie Staatsanleihen und Bankein-

lagen) überhaupt eine positive Rendite zu erzielen. Immer mehr Banken gehen inzwischen bereits bei kleineren Beträgen dazu über, «Parkgebühren» auf Sichtguthaben zu verrechnen.

Das Aufkommen neuer Virusmutationen erschwert jedoch die Prognosegüte. Zugleich besteht die Zuversicht, dass sich dank steigenden Impfquoten und medikamentösen Fortschritten zukünftige Infektionswellen weniger stark auf die Wirtschaft auswirken. In den USA schwächelt der Konjunkturverlauf, während in Europa und in Asien sich eine zunehmende Dynamik verbreitet. Für das verarbeitende Gewerbe haben sich die Wachstumsperspektiven klar verbessert, während sie im Dienstleistungssektor pandemiebedingt noch unter ihrem Potenzial liegen.

Omikron vermiest im letzten Moment den November

Die Performance im November wurde durch die neue Virusmutation massgeblich geprägt. Risikobehaftete Anlagen fielen zurück, Staatsanleihen gewannen hinzu. Der Index der eidgenössischen Anleihen (SBIDGT: +2.3% im November) wie auch der Swiss Bond Index (SBI AAA-BBB: +1.4%) erholten sich etwas von ihrem Jahrestiefst im Oktober. Die Immobilienwerte blieben stabil. Die 20 Schweizer Large Caps Aktien (Swiss Market Index: +0.4%) stiegen leicht, während das breite Tableau der Schweizer Mid und Small Caps (SPIEX: -3.3%) innert Monatsfrist deutlich verlor – was übrigens weltweit so zu beobachten war. Der Weltaktienindex (MSCI ACWI) verlor -2.5%. Der amerikanische Dow Jones glitt 3.7% zurück, der Euro Stoxx 50 sogar 4.4% und der Hang Seng 7.5%.

Derartige Marktentwicklungen sorgten im November überall für eine negative Monatsperformance. Bei risikoärmeren Anlagelösun-

gen fiel diese weniger ausgeprägt aus als bei den risikoreicheren Strategien. Das zeigt sich anschaulich anhand des Revo1 (-0.9%). In der Risikoklasse 3 mit einem deutlich höheren Anteil an Aktien und Privatmarktanlagen lag die Performance bei -1.4% (Revo3).

Bei unseren wertpapierbasierten Freizügigkeitsmandaten ist ein spürbarer Teil in nicht täglich gehandelten Anlagen investiert (u.a. in Schweizer Wohnrenditeliegenschaften in Anlagestiftungen). Deshalb schwankt hier die Performance weniger: In der Risikoklasse 1 (-0.5% im November) wie auch in der Risikoklasse 3 (-1.2%) waren die Ausschläge geringer als in Anlagelösungen, die ausschliesslich auf börsennotierten Werten beruhen.

Insgesamt, so lässt sich bilanzieren, war der mediale Hype um den «massiven Börseneinbruch» deutlich grösser als der effektive Rückgang unserer Portfolios.

Vorwiegend einzelstitelbasierte Strategien	November 2021	YTD 2021	Seit Lancierung* bis 31.12.2020	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz R1	-0.8% ↓	+3.9% ↑	+43.4% ↑	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz R2	-1.2% ↓	+8.2% ↑	+83.8% ↑	+5.2% ↑
Zugerberg Finanz R3	-0.9% ↓	+10.3% ↑	+96.5% ↑	+5.8% ↑
Zugerberg Finanz R4	-1.1% ↓	+11.7% ↑	+69.1% ↑	+4.9% ↑
Zugerberg Finanz Z1	-0.4% ↓	+3.3% ↑	+46.1% ↑	+3.2% ↑
Zugerberg Finanz Z2	-0.5% ↓	+7.3% ↑	+70.5% ↑	+4.5% ↑
Zugerberg Finanz Z3	-0.7% ↓	+10.1% ↑	+89.9% ↑	+5.5% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.9% ↓	+2.3% ↑		
Zugerberg Finanz Revo2	-1.3% ↓	+5.2% ↑		
Zugerberg Finanz Revo3	-1.4% ↓	+6.6% ↑		
Zugerberg Finanz Revo4	-1.5% ↓	+8.1% ↑		
Zugerberg Finanz Revo5	-1.4% ↓	+9.5% ↑		
Fondbasierte Strategien	November 2021	YTD 2021	Seit Lancierung* bis 31.12.2020	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz Fondspicking 30	-0.8% ↓	+4.4% ↑	+19.4% ↑	+1.5% ↑
Zugerberg Finanz Fondspicking 60	-1.2% ↓	+9.8% ↑	+37.1% ↑	+2.7% ↑
Zugerberg Finanz Fondspicking 100	-1.3% ↓	+15.2% ↑	+44.9% ↑	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 20	-0.7% ↓	+2.5% ↑	+7.0% ↑	+0.6% ↑
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 40	-1.2% ↓	+6.7% ↑	+10.5% ↑	+0.8% ↑
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 100	-1.5% ↓	+13.7% ↑	+15.7% ↑	+1.2% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit	November 2021	YTD 2021	Seit Lancierung* bis 31.12.2020	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.1% ↓	+1.7% ↑	+14.0% ↑	+1.7% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-0.5% ↓	+4.1% ↑	+47.8% ↑	+3.3% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-1.0% ↓	+7.3% ↑	+74.6% ↑	+4.8% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-1.3% ↓	+8.4% ↑	+91.0% ↑	+5.5% ↑
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge	November 2021	YTD 2021	Seit Lancierung* bis 31.12.2020	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.9% ↓	+2.3% ↑		
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-1.3% ↓	+5.2% ↑		
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-1.4% ↓	+6.6% ↑		
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-1.5% ↓	+8.1% ↑		
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-1.4% ↓	+9.5% ↑		

* 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

Der Nachholbedarf aus der Coronakrise bleibt immens



Die Coronakrise ist nicht vergleichbar mit früheren Rezessionen (Quelle: SECO | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Coronakrise ist nicht vergleichbar mit früheren Rezessionen. Das zeigt der Vergleich mit der vorletzten Rezession (2008/09). Die Ausrüstungsinvestitionen gingen rasant zurück, doch der private Konsum hielt die Wirtschaft am Laufen. Der Lockdown-Einbruch von 2020 sorgte dagegen für einen parallelen Einbruch von Konsum und Investitionen. Entsprechend lange dauert nun die Erholung.

Die Erholung vom pandemiebedingten Tief wird länger dauern als die Erholung von der Finanzkrise, und genau deshalb stehen uns noch mehrere ertragsreiche Wachstumjahre der Weltwirtschaft bevor. Das Gerede von «Mid Cycle» ist nicht angebracht. Wir stehen noch am Anfang des mehrjährigen Weges aus der Krise. Vor allem die asiatischen Länder wie Vietnam, Indien, Malaysia und Indonesien zeigen gemäss IHS (Information Handling Services) Markt Indikatoren gegenwärtig eine steile Aufwärtsbewegung im verarbeitenden Gewerbe. Aber auch Japan, Taiwan und Südkorea befinden sich im expansiven Territorium.

In der Finanzkrise dagegen musste gewissermassen das unternehmerische Vertrauen in die Stabilität der Weltwirtschaft geweckt werden, ehe die Investitionspläne langsam freigegeben wurden und die Weltwirtschaft wieder hochtourig drehen konnte.

Derzeit geht ein völlig anderes Muster mit der Lockdown-bedingten «Zwangsentgleisung» der Weltwirtschaft im Frühjahr 2020 einher. Nicht nur erlitten die Ausrüstungsinvestitionen einen schar-

fen Einbruch, auch der private Konsum fiel zurück. Festaktivitäten mussten eingestellt und Ferienpläne verschoben werden. Die jüngste Virusmutation sorgt dafür, dass sich der Dienstleistungssektor weltweit nicht wirklich erholen kann. Damit wird auch klar, dass es noch viel länger dauern wird, ehe die rekordhohen Haushaltssparüberschüsse der vergangenen 18 Monate ihren Weg in den Wirtschaftskreislauf finden werden. Gewiss wird dies die wirtschaftliche Entwicklung der Jahre 2022/23 prägen.

Die Aussichten für die Konsumenten in den Industrieländern sind angesichts der verbesserten Arbeitsmarktaussichten, des derzeitigen Sparüberschusses und des historisch hohen Nettovermögens der privaten Haushalte nach wie vor gut. Dies wird das Umsatz- und Gewinnwachstum der Unternehmen stützen.

Es gibt jedoch auch Schattenseiten, allen voran die höheren Energiepreise, welche die Kaufkraft schmälern, und die Immobilien- und Führungsprobleme in China. Als zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt und wichtiger Motor des globalen Wachstums bleibt das «Reich der Mitte» weiterhin eine starke Kraft, selbst wenn der Caixin Einkaufsmanagerindex, welcher die Stimmung in kleineren und mittelgrossen Industriebetrieben ermittelt, jüngst auf 49.9 Punkte (-0.7) gefallen ist.

Weit entfernt sind wir von einer Energiekrise. Kaum zeichnete sich mit der Omikron-Virusvariante eine vorübergehende Wachstumsabschwächung ab, fielen die Rohölpreise um 20% und mehr.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	➔⬆️	⬆️	Gemäss den SECO Erhebungen waren zuletzt 116'733 Arbeitslose eingeschrieben (-22% vs. 2020). Die Arbeitslosenquote sank damit auf tiefe 2.5%.
Eurozone, Europa	➔⬆️	⬆️	Wenig Sorgen bereitet uns die erhöhte Inflationsrate, weil die Produktivität jüngst überdurchschnittlich angestiegen ist und damit dämpfend wirken wird.
USA	➔⬆️	⬆️	Der Anleger soll den Aufschwung geniessen, solange er anhält, aber sich vor negativen makroökonomischen Kräften hüten, bevor sie die Oberhand gewinnen.
Rest der Welt	➔⬆️	⬆️	Die industriellen Aktivitäten auf dem indischen Subkontinent sowie im asiatisch-pazifischen Raum haben in jüngster Zeit stark zugenommen und werden andauern.

Liquidität, Währung

Der mittelfristige Preisdruck bleibt in der Schweiz moderat



Veränderung des Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in % (Quelle: BFS, Schweiz, Nationalbank, 09/2021 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Auch in der Schweiz liegt gegenwärtig ein leichter «Inflationsbuckel» vor. Er bewegt sich allerdings auf einem tiefen Niveau und ist kaum spürbar. Spürbar dagegen ist auf mittlere Sicht hin die negative Realrendite, die sich aus der Kombination einer nominell unbefriedigenden Rendite (Negativzinsen respektive Parkierungsgebühren) und einer Inflationsrate in Höhe von einem Prozent ergibt.

Die Aussichten auf positive Realzinsen bleiben gedämpft. Dagegen sind die Risikoprämien für Aktien im Vergleich zu früheren Jahren sogar etwas erhöht, was das Abwärtsrisiko für Aktien begrenzt und gleichzeitig das Aufwärtspotenzial sichtbar macht. Deshalb ist gegenwärtig nicht der Moment, das Banksparen oder die Liquiditätshaltung über das hauswirtschaftlich Erforderliche hinaus aufzustocken. Viel reizvoller bleiben Realanlagen, insbesondere Aktien und Privatmarktanlagen mit einem mittel- und längerfristigen Horizont.

Als Vermögensverwalter suchen wir stets nach Wegen, um privaten wie auch institutionellen Anlegern massgeschneiderte Lösungen zu bieten, sich auf dem Markt besser zu differenzieren und den Ertrag und die Effizienz von Anlageprodukten zu steigern. Für uns ist es deshalb von entscheidender Bedeutung, Markttrends und Innovationen für differenzierte und transparente Anlagen zu nutzen – und sich Themen zunutze zu machen, welche die Märkte bewegen und das Potenzial für eine aussergewöhnliche Performance bieten. Dabei bleibt es eine Herausforderung, diese Lücke zwischen Makrotrend-Schlagwörtern wie beispielsweise «Dekarbonisierung, Digitalisierung, Demografie» und detaillierter Fundamentalanalyse auf

Unternehmensebene zu schliessen. Dabei geht es unablässig darum, durch Makroforschung, Portfolio- und Risikomanagement quantitative und fundamentale Strategien mit qualitativen Daten anzureichern und zu optimieren.

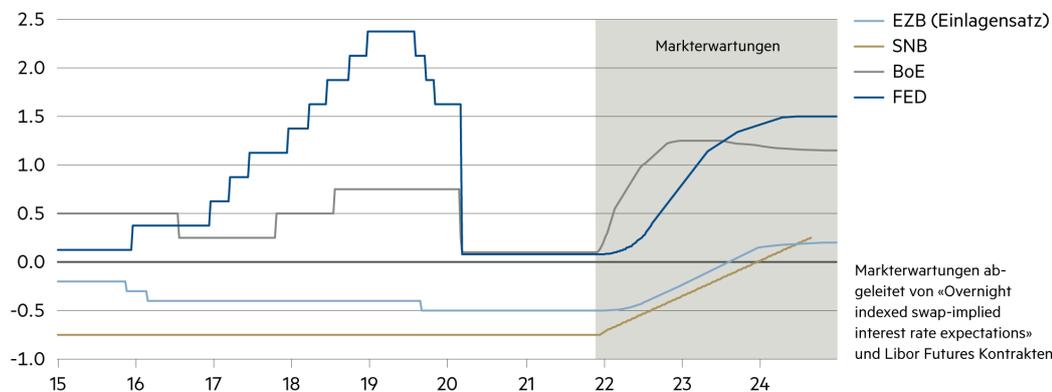
Trotz anhaltender Lieferengpässe sinkt in Europa gegenwärtig die Rezessionsgefahr. Das zeigt selbst der Konjunkturbarometer des gewerkschaftsnahen Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK). Die IMK-Forscher weisen für den Zeitraum von November bis Ende Januar 2022 ein geringeres Rezessionsrisiko aus als im Vormonat. IMK-Konjunkturperte Peter Hohlfeld sieht erste Anzeichen dafür, dass sich die Situation in den internationalen Lieferketten entspannt. Es liesse sich noch nicht sicher sagen, ob die aktuelle Datenlage schon eine Trendwende bei den angebotsseitigen Engpässen signalisiere.

Aber Europa muss sich wohl eher auf ein starkes Wachstum vorbereiten. Das Bruttoinlandprodukt (BIP) der Schweiz wuchs zuletzt um 1.7% – praktisch unverändert nach 1.8% im zweiten Quartal. Dank weiteren Lockerungen der Corona-Massnahmen stieg die Wertschöpfung in den betreffenden Dienstleistungsbranchen sprunghaft an. Auch der private Konsum wuchs entsprechend kräftig und hob das BIP im dritten Quartal bereits mehr als ein Prozent über das Vorkrisenniveau des 4. Quartals 2019. Der Wachstumstrend dürfte anhalten. Für das Jahr 2022 insgesamt gehen die Ökonomen zumeist davon aus, dass das globale Sozialprodukt mit mehr als 4.0% überdurchschnittlich wachsen wird.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Immer mehr Banken gehen dazu über, die Negativzinsen auf Bankeinlagen als «Parkierungsgebühren» zu bezeichnen. Fakt bleibt: Rentabel ist Banksparen nicht.
Euro / Schweizer Franken	↗	↗	Derzeit bewegt sich der Euro mit 1.04 auf dem tiefsten Niveau der vergangenen fünf Jahre, überraschend weit unter seinem Jahreshöchst von 1.11 (März 2021).
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Der Dollar fiel im November auf 0.92 Franken zurück und bleibt damit im unteren Drittel der Bandbreite, in der er sich seit fünf Jahren bewegt.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Mit 1.13 bewegt sich der Euro zum Dollar etwa im Mittelfeld der vergangenen fünf Jahre. Wir rechnen eher mit einer Euro-Stärkung im Jahr 2022.

Anleihen

Bei Unternehmensanleihen selektiv vorgehen



Geldpolitische Zinsen und Markterwartungen (Quelle: Bloomberg und Schweiz. Nationalbank. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Anleger gehen davon aus, dass in den kommenden zwei Jahren die Leitzinsen allmählich etwas erhöht werden. Aller Voraussicht nach bleiben sie allerdings auf einem historisch tiefen Niveau. Dennoch wird dies Auswirkungen auf Staats- und Unternehmensanleihen haben. Weil die Aufwärtsrisiken bei den Zinsen absehbar sind, bleiben wir selektiv und bevorzugen Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen.

Bislang war 2021 ein positives Jahr für Unternehmensanleihen mit einer moderaten Bonität, gestützt durch eine gute Anlegerstimmung, reichlich globale Liquidität und verbesserte Fundamentaldaten. Die Emittenten konnten von aussergewöhnlich guten geldpolitischen Rahmenbedingungen und fiskalpolitischen Stimulierungsprogrammen direkt oder indirekt profitieren. Deshalb wurden die Anleger im Allgemeinen für die Übernahme von Kreditrisiken belohnt und für das Eingehen von Zinsrisiken bestraft. Die Ausfallrate bei den Unternehmensanleihen lag bislang ausserordentlich tief.

Für die beiden kommenden Jahre gehen wir davon aus, dass es noch schwieriger werden wird. Für Zinsrisiken, die umso höher sind je länger die Restlaufzeit einer Anleihe, wird man aufgrund der flachen Zinskurven kaum fair entschädigt. Hinzu kommen Kreditrisiken. Wie man in den letzten November-Tagen erfahren konnte, sorgen Virusmutationen nicht nur an den Aktienmärkten für einen stärkeren Gegenwind. Vielmehr bringen sie auch eine höhere Volatilität der Kreditspreads hervor. Diese sind einerseits von der allgemeinen risikoaversen Stimmung getrieben und können Staatsanleihen

beispielsweise von Schwellenländern wie Indien, Thailand und Indonesien rasch in die Tiefe fallen lassen.

Kurzfristig kann diese Volatilität aber auch aus materiellen Überlegungen hervorgehen und dazu führen, dass sich die Kreditspreads der Anleihen aus dem Bereich der Hotellerie (Accor, Hilton) und des Tourismus (Dufry, Hurltgruten, Color Group, MSC Cruises) ausweiten. Deswegen ist aber keine grundlegende Nervosität angesagt.

Nicht angemessen wäre, sich auf Anleihen der besten Bonität zu beschränken. Diese weisen (vor und nach Einkommenssteuern betrachtet) durchwegs eine negative Verfallsrendite auf. Deshalb ist vielmehr eine tiefgründige Diversifikation über Geografien, Branchen und Geschäftsmodelle sowie natürlich auch Geduld gefragt. Wir halten es für wenig ratsam, Risiken in der vom Grundcharakter her defensiven Anlageklasse Anleihen zu reduzieren und generell die Portfolios defensiver auszurichten. Der ehemalige EZB-Gouverneur Mario Draghi hat einmal gesagt: «In einem dunklen Raum bewegt man sich mit kleinen Schritten.» Das war in der Krisenbewältigung von der grossen Finanzkrise. Man bewegte sich im Tunnel und sah kaum Licht.

Gegenwärtig ist es aber taghell. Es steht uns eine starke weltwirtschaftliche Dynamik bevor, auch in anspruchsvollen Branchen, Regionen und Themen. Die allermeisten Unternehmen verfügen über ein solides bilanzielles Fundament und gute Ertragsperspektiven. Bei manchen ergibt sich pandemiebedingt weiterhin ein erhebliches Erholungspotenzial.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	↘	↘	Der Short Duration Bias kommt bei vielen aktiven Managern zur Anwendung, wo aus regulatorischen Vorgaben auf diese Anleihen zurückgegriffen werden muss.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Die Kreditspreads bei den Unternehmensanleihen mit einer (Sehr) hohen Bonität sind uns zu tief, um wesentliche Volumina in diesem Segment anzulegen.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Die Kreditspreads erscheinen wieder grosszügiger und bieten jenen, die sich nicht nur auf der Zinskurve bewegen wollen, ein gutes Risiko-Ertrags-Verhältnis.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Weiterhin steigende Verfallsrenditen im November

Die beiden Anleihenslösungen, die einen zentralen Baustein in unseren anlageklassenübergreifenden Strategien bilden, bewegten sich im Umfeld einer risikoaversen Stimmung gegen Monatsende wie alle Unternehmensanleihen ins leichte Minus. Der defensive Zugerberg Income Fund büsste im November 0.3% ein. Der auf Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund handelte zuletzt 1.1% tiefer.

Grossmehrheitlich lagen beide Anleihenslösungen während des Monats November im Plus. Entsprechend interessant war letztlich die Sensitivität auf die Virusvariante Omikron. Im Zugerberg Income Fund mit einer durchschnittlichen Bonität von «BBB» sind Zins- und Kreditrisiken in einer guten Balance, während der auf Kreditrisiken fokussierte Credit Opportunities Fund stärker von der erhöhten Volatilität durch Omikron erfasst wurde.

Für den Zugerberg Income Fund, dessen Durchschnittsrating stets im Bereich «Investment Grade» bleibt, haben wir jüngst einen neuen, typischen Kauf einer soliden nachrangigen Anleihe getätigt und die Währung sogleich abgesichert: Der Versicherer Zurich Insurance hat am Kapitalmarkt 500 Millionen Dollar mit einem Coupon von 3.5% aufgenommen. Sollte die Anleihe im Februar 2032 nicht zurückbezahlt werden, erhöht sich der Coupon automatisch um 1.0%. Wir kaufen solche Anleihen (in diesem Fall mit einem hohen Rating A+) in unsere Anleihensfonds, weil das handelbare Mindestvolumen 200'000 Dollar beträgt und somit aufgrund der Komplexität der zugrundeliegenden Mechanismen nur in breiter Diversifikation den Privatanlegern zugänglich gemacht werden darf.

Die Erkenntnis bleibt: Mit Disziplin und nach sorgfältiger Prüfung nehmen wir nach wie vor Anleihen mit einer soliden, positiven Rendite in die Portfolios auf. Die Suche ist aufwendig, aber nicht unmöglich. Aufgenommen haben wir zudem nachhaltige Anleihen vom

Generikahersteller Teva und vom spanischen Energieversorger Iberdrola. Eine Reihe von Transaktionen mit Käufen und Verkäufen prägte den aktiven Monat November. Unter anderem nahmen wir solide Anleihen von Storskogen (vgl. Monatsbericht November), der British Telecommunication, dem deutschen Familienunternehmen Schaeffler, der skandinavischen Airport Infrastruktur Swedavia sowie des niederländischen Lebensversicherers Lifetri auf.

Auch im Credit Opportunities Fund wurden einige Positionen reduziert und andere erhöht. Zurückbezahlt wurde die Anleihe der in Genf beheimateten MSC Kreuzschiffsgesellschaft. Dafür engagierten wir uns in einem geringeren Umfang im norwegischen «Postschiff» Hurtigruten. Nach zwei schmerzhaften Pandemiejahren, die das Ergebnis nach unseren Berechnungen um mehr als 400 Millionen Euro belastet haben, dürfte Hurtigruten endlich aus der Krise kommen. Die Anteilseigner haben kürzlich 75 Millionen Euro an nachrangigen Schuldverschreibungen bereitgestellt, um die Liquiditätslücke zu schliessen. Die Unternehmung wartet jedoch den «richtigen» Zeitpunkt ab, um eine grössere Refinanzierungsrunde vor Mitte 2023 durchzuführen. Dabei soll es sich um eine «grüne» Anleihe handeln.

Am Beispiel Hurtigruten zeigt sich der Nachholbedarf bei Reisen. Wir glauben, dass trotz virusbedingter Rückschläge bei der Erholung die Nachfrage nach Reisen und Abenteuer zurückkehren wird, möglicherweise verstärkt durch den Nachholbedarf und die Aufstockung der persönlichen Ersparnisse. Die Vorbuchungen für 2022 sind im Vergleich zum selben Zeitpunkt vor zwei Jahren um etwa 15 % gestiegen. Unserer Ansicht nach profitiert die Anleihe von Hurtigrutens führender Marktposition bei Expeditionskreuzfahrten und Abenteuerreisen sowie von langfristigen Aussichten für die schnell wachsende Branche.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2021 (seit Jahresbeginn)	+0.2%	+5.4%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	+2.4% (+0.7%)	+35.3% (+3.4%)
Anteil positiver Renditemonate	66%	69%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	209 bp (+34 bp)	550 bp (+43 bp)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Wohnrenditeliegenschaften bleiben attraktiv



Mehrfamilienhäuser (Foto: Andreas Busslinger)

Die Marktpreise für Wohnrenditeliegenschaften haben sich stabilisiert, während die Eigenheimpreise in der Schweiz weiter zugelegt haben. Insbesondere in den langfristig ausgerichteten Zugerberg Finanz Freizügigkeitslösungen halten wir einige Beteiligungen an modernen Mehrfamilienhäusern an guter Lage, die nach wie vor eine Bruttorendite zwischen 4.0% und 4.5% abwerfen, was wir für attraktiv halten.

Die Immobilienmärkte im In- und Ausland sind hochgradig heterogen, weshalb sich kein einheitliches Bild abgeben lässt. Die Suche nach einzelnen Renditemöglichkeiten ist aufwendig und erfordert ein intelligentes Netzwerk. Besonders ragt beispielsweise heraus, was Partners Group im Bereich «Private Real Estate» macht. Da werden monatlich hunderte von Telefonaten über die allfällige Verkaufsbereitschaft geführt, nur um richtig im Timing zu liegen und bei Bedarf eine Transaktion innert weniger Tagen abzuschliessen.

Das Gefäss, das wir in unseren Freizügigkeitslösungen einsetzen, hat in den letzten zwölf Monaten eine Rendite von hohen 11.1% erzielt. Im Oktober wurden an urbaner Lage im texanischen Houston rund 1'800 Wohnungen von einer Privatperson erworben. Weil die Mieten etwa 10% unter den vergleichbaren Marktverhältnissen liegen und ein erhebliches Wertsteigerungspotenzial durch Wohnungs- und Umgebungsrenovierungen vorliegt, wurde diese Gelegenheit genutzt. Gleichzeitig wurde ein erheblicher Anteil an einer attraktiven Residenz im chinesischen Shenzhen nördlich von Hong Kong veräussert. Dieses globale Vorgehen ist zwar kostenintensiv, doch die realisierten Nettorenditen lassen sich auf dem Schweizer Markt für Renditeliegenschaft kaum erreichen.

Hier sind wir u.a. in einer Anlagestiftung engagiert, die Liegenschaften u.a. in St. Gallen, Thalwil, Herisau, Solothurn und Kradolf erworben hat. Es handelt sich um lokal respektive regional sehr gute Lagen, und deshalb sind auch alle Wohnungen vermietet. Die Bestandesliegenschaften haben vielfach nicht nur nachhaltige Ertragsperspektiven, sondern zugleich mittelfristiges Entwicklungspotenzial. Wir bleiben überzeugt davon, dass sich auch im heutigen Marktumfeld chancenreiche Immobilieninvestitionen für Langfrist Anleger identifizieren lassen, die netto eine Cash Flow-Rendite von spürbar mehr als 3% erzeugen.

In Ergänzung zu in- und ausländischen Immobilien bleiben wir von Infrastruktur-Unternehmen angetan. Dabei legen wir Wert darauf, dass es sich um Konzessionsbetriebe handelt, die auf eine Konsumentenpreis-Indexerhöhung mit einer analogen Gebührenerhöhung reagieren dürfen. Damit weisen Infrastrukturwerte einen inhärenten Inflationsschutz auf und gelten als besonders attraktiv für jene, die sich vor einer dauerhaft steigenden Inflation fürchten.

Die Europäische Zentralbank (EZB) wird nach Worten ihrer Präsidentin Christine Lagarde trotz der erhöhten Inflation allerdings keine Zinswende einleiten. «In einer Zeit, in der die Kaufkraft bereits durch höhere Energie- und Treibstoffkosten geschmälert wird, würde eine unangemessene Straffung einen ungerechtfertigten Gegenwind für den Aufschwung bedeuten», meinte sie. Der EZB-Rat, der am 16. Dezember zu seiner nächsten turnusgemässen geldpolitischen Sitzung zusammenkommen wird, werde auch nach dem Ende der akuten Pandemie-Notlage die Wirtschaft weiter stützen und ihre Geldpolitik «geduldig und beharrlich» fortsetzen.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→↗	Hypothekarkredite für längere Laufzeiten haben sich im November wieder etwas vergünstigt. Das ist auf den Omikron-Effekt zurückzuführen.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↘	→	Nach der Ausweitung der Risikoprämien für Büroflächen wird der entsprechende Markt mittelfristig wieder attraktiver. Flexible Raumkonzepte sind erforderlich.
Immobilienfonds CH	→	→	Die meisten Schweizer Immobilienfonds handeln nach wie vor mit einem hohen Agio und werfen eine tiefe Cash Flow-Rendite von deutlich unter 3% ab.
Infrastruktur	↗	↗	Betreiber und Servicegesellschaften rund um die Flughafen-Infrastruktur haben gegen Monatsende massive Einbussen erlitten. Wir halten diese für übertrieben.

Aktien

Überzeugende Gewinnrendite bei Schweizer Aktien



Gewinnrendite im Schweizer Aktienmarkt, SMI (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der etwas risikoaversen Stimmung der vergangenen Tage wollen wir mit dem sachten Hinweis entgegenwirken, dass uns volatile Tage nicht verängstigen. Vielmehr bleibt im Vordergrund, dass es für langfristige Anlagen weiterhin keine fundamentale Alternative zu einem diszipliniert ausgewählten Aktienkorb gibt. Dieser generiert eine Gewinnrendite, die mehr als 5% über den Staatsanleihen liegt.

Aufgrund der hohen Differenz zur Anleihe Rendite auf zehnjährigen Eidgenossen bleiben Schweizer Aktien weiterhin attraktiv. Die Gewinnrendite ist nicht nur deutlich höher als die Rendite auf den Eidgenossen. Es haben sich in jüngster Zeit auch die Gewinnqualität verbessert und durch den mehrjährigen Konjunkturaufschwung, in dem wir uns befinden, auch die Gewinnperspektiven.

Gleichzeitig möchten wir betonen, dass wir Wert auf eine disziplinierte Selektion legen. Im November beispielsweise waren unter den fünf grössten Verlierern, deren Aktienkurs um mindestens 4% bis zum Monatsende zurückfiel, nur gerade ein Unternehmen (Zurich Insurance), in das wir investiert sind. Dagegen waren wir bei den Gewinnern (Sika, Swiss Life, Richemont) wesentlich engagiert.

Auf einen einzelnen Monat sollte es aber ohnehin nicht ankommen. Wir prüfen jeweils die Geschäftsmodelle nicht nur auf ihre finanzielle Stabilität hin, sondern insbesondere auf ihre relative Marktstellung sowie ihre konjunkturelle Resilienz. Weil wir auch in den kommenden Quartalen mit einer leicht erhöhten Volatilität rechnen, selektieren wir nur, was uns anhand von quantitativen und qualitativen Kriterien mittel- und langfristig überzeugt.

Vorsichtig sind wir gegenüber Wachstumswerten mit sehr hohen Kurs-Gewinn-Verhältnissen. Turbulenzen an den Aktienmärkten können ein schlechtes Omen für Wachstumswerte sein, da diese in der Regel (sehr) empfindlich auf Zinserhöhungen und ein Auslaufen der Konjunkturprogramme der Zentralbanken reagieren. Derartige Szenarien würden sich theoretisch negativ auf den diskontierten Wert der künftigen Unternehmensgewinne auswirken.

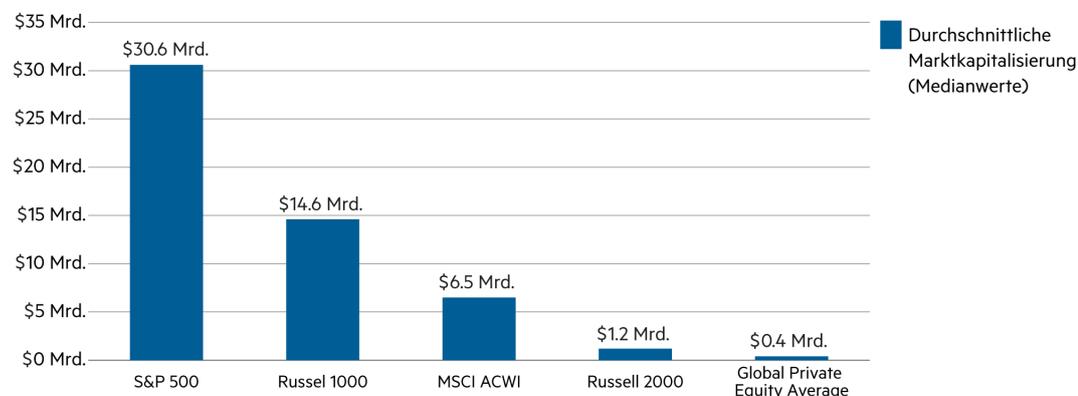
Bei den Margen beachten wir auch den Einfluss aus dem Arbeitsmarkt. In asiatischen Unternehmen (z.B. indische Aktien) spielt der Personalaufwand typischerweise eine sehr geringe Rolle. In den USA dagegen ist der Arbeitsmarkt für die Margenentwicklung von grösserer Bedeutung. Da wurden jüngst harte Streikerfahrungen gemacht (z.B. beim Landwirtschaftsmaschinenhersteller John Deere). Angesichts der Absichten der Biden-Administration, mit dem Eine-Billion-Dollar-Infrastrukturpaket für Brücken, Strassen und Schienen für mehr Wirtschaftsdynamik zu sorgen, könnte sich der Fachkräftemangel noch verstärken.

In der Eurozone haben sich die Einstellungsschwierigkeiten in einigen Branchen wieder etwas entspannt. Im Weiteren sorgen vermehrte Ausrüstungsinvestitionen (u.a. in Automatisierung und Robotik) für strukturell angepasste Produktionsprozesse und letztlich für eine erhöhte Produktivität, welche mit weniger Lohnarbeit einhergeht. Deshalb ist in Europa kein «plötzlicher Ausbruch» einer Lohn-Preis-Spirale im Jahr 2022 zu erwarten. Vielmehr dürften die Margen bei steigenden Umsätzen zunehmen und die Unternehmensgewinne überproportional ansteigen lassen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Der SMI wies im November (+0.4%) eine grosse Spanne zwischen Gewinnern (u.a. Sika +16%, Swiss Life +5%) und Verlierern (Zurich Insurance, CS je -7%) auf.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Der Euro Stoxx 50 fiel im November (-4.4%) stark, weist aber immer noch eine Jahresperformance von +13.8% auf. Der französische CAC40 liegt sogar bei +20%.
Aktien USA	↗	↗	Der Dow Jones büsste im November (-3.7%) beinahe alles ein, was er im starken Oktober zugelegt hat. Er lag am Monatsende bei +13.4%.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Die chinesischen Aktienindizes haben im November eines neues Jahrestief erreicht. Der Hang Seng lag am Monatsende bei -13.5%, der breitere CSI 300 bei -5.5%.

Alternative Anlagen

Die Privatmarktanlagen sorgen für eine Diversifikation



Durchschnittliche Marktkapitalisierung in den verschiedenen Indizes, Medianwerte (Quelle: FTSE, MSCI, S&P, Pitchbook 10/2021 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Das Universum der Privatmarktanlagen ist sehr breit, und die möglichen Dimensionen der Anlagen können entsprechend vielfältig sein. Die Allokation in Privatmarktanlagen steigt derzeit bei institutionellen Investoren stark an, weil die Argumente einer Beimischung in eine Multiassetklassen-Lösung überzeugen. Ein massgeblicher Vorteil liegt darin, dass man eine realwirtschaftliche Diversifikation erzeugen kann.

Wenn man die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Unternehmen betrachtet, die im amerikanischen S&P500 Index aufgeführt sind, liegt diese bei rund 30 Milliarden Dollar. Im Weltaktienindex MSCI All-Country World liegt die Marktkapitalisierung bei 6.5 Milliarden Dollar. Im globalen Private Equity Umfeld ist die typische Grösse eines Unternehmens 0.4 Milliarden Dollar. Das bedeutet, dass mit Private Equity ein Zugang in ein Unternehmens-Universum ermöglicht wird, das mit den typischen Public Equity Anlagen wie Nestlé oder Roche nicht erschlossen wird und das typischerweise eine stärkere Wachstumsdynamik aufweist.

Wir verfolgen die Assetklasse seit über 20 Jahren genau und haben bereits mehrere Artikel und Bücher dazu publiziert. Wir halten es für extrem wichtig, dass die einst junge Anlageklasse mittlerweile «gereift» ist. Gewiss wurden in der Vergangenheit Fehler gemacht, doch aus den Fehlern wurde rasch gelernt. Die gesamte Branche hat sich in dieser Hinsicht stark professionalisiert. Ein gutes Beispiel dafür in den vergangenen beiden Jahrzehnten ist die rasante Entwicklung von Partners Group, dem Schweizer Aushängeschild in

der Branche der Privatmarktanlagen-Manager.

Das Management einzelner Privatmarktanlagen (Private Equity, Private Debt, Private Infrastructure usw.) und Co-Investments ist für den Privatanleger zu komplex. Bisweilen wurden die Anlagen als exotisch empfunden oder nur für eine sehr wohlhabende Klientel verfügbar wahrgenommen. Aber ist etwa ein Lipton Tee, eine Dose Heinz Ketchup oder ein Pferd des deutschen Spielwarenherstellers Schleich «alternativ»? Wir halten es für wichtig, im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandats auch für individuelle Investoren einen Zugang zu dieser attraktiven Anlageklasse zu ermöglichen.

Allerdings bedingt dies einen längeren Anlagehorizont. Liegt dieser bei lediglich fünf Jahren, mischen wir keine Privatmarktanlagen bei. In der Risikoklasse 4 und 5, wo der Anlagehorizont typischerweise bei mindestens zehn Jahren liegt, kann die Allokation dagegen 10% und mehr erreichen. Dabei achten wir auf eine breite Diversifikation, ohne dabei die Aussichten auf überdurchschnittliche Renditen zu schmälern.

Auch bezüglich der Dimensionen ESG sind bei Privatmarktanlagen in jüngster Zeit massgebliche Fortschritte erzielt worden. Beispielsweise werden bei jeder Investition, welche Partners Group tätigt, nicht nur finanzielle Ziele gesetzt. Vielmehr werden auch ambitionierte, messbare «Key Performance Indicators» in den Bereichen Umwelt, Soziales und Führung an einem verbindlichen Zeitstrahl festgelegt.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗	↗	Die Preisentwicklung hat sich gegen das Monatsende durch Omikron beschleunigt. Die Rohölpreise fielen seit dem Hoch am 10. November um mehr als 20%.
Gold, Edelmetalle	→↗	→	Selbst der Goldpreis fiel nach dem 10. November (1'860 Dollar/Unze) deutlich auf 1'770 Dollar/Unze am Monatsende und lässt die Krisenresistenz vermissen.
Insurance Linked Securities	→↗	↗	Wir sind zurückhaltend bezüglich klassischer ILS-Lösungen und streben nach intelligenten Wegen, um aus Versicherungsrisiken positive Renditen zu erzielen.
Private Equity	↗	↗	Wir bleiben angetan von breit gefächerten Privatmarktanlagen, die nicht nur Private Equity, sondern auch Private Debt und Private Real Estate umfassen.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)						
		30.11.2021	11/2021	2021 YTD	2020	2019	2018	
Aktien								
SMI	CHF	12'159.7	+0.4%	+13.6%	+0.8%	+26.0%	-10.2%	
SPI	CHF	15'533.0	-0.5%	+16.5%	+3.8%	+30.6%	-8.6%	
DAX	EUR	15'100.1	-5.3%	+5.6%	+3.5%	+20.9%	-21.3%	
CAC 40	EUR	6'721.2	-3.2%	+16.5%	-7.4%	+21.8%	-14.4%	
FTSE MIB	EUR	25'814.3	-5.5%	+11.4%	-5.4%	+23.6%	-19.3%	
FTSE 100	GBP	7'059.5	-5.0%	+10.4%	-19.2%	+14.7%	-16.7%	
EuroStoxx50	EUR	4'063.1	-5.9%	+10.0%	-5.4%	+20.3%	-17.6%	
Dow Jones	USD	34'483.7	-3.4%	+17.1%	-1.8%	+20.3%	-4.7%	
S&P 500	USD	4'567.0	-0.5%	+26.4%	+6.5%	+26.7%	-5.4%	
Nasdaq Composite	USD	15'537.7	+0.6%	+25.3%	+31.6%	+33.0%	-3.0%	
Nikkei 225	JPY	27'821.8	-2.5%	-3.6%	+11.6%	+17.8%	-9.3%	
Sensex	INR	57'064.9	-3.6%	+20.8%	+3.4%	+10.0%	-2.0%	
MSCI World	USD	3'101.8	-1.9%	+19.9%	+4.5%	+23.1%	-9.6%	
MSCI EM	USD	1'212.4	-3.8%	-2.4%	+6.1%	+13.5%	-15.8%	
Obligationen (gemischt)								
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	176.7	+1.0%	-2.1%	+3.5%	+3.7%	-0.4%	
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	212.8	+0.1%	-1.8%	+6.4%	+8.7%	-4.2%	
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	306.2	-1.0%	+1.3%	+4.7%	+10.5%	-5.1%	
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	308.2	-1.1%	-3.5%	+4.3%	+9.0%	-5.2%	
Staatsobligationen								
SBI Dom Gov	CHF	195.2	+2.3%	-2.8%	+2.1%	+4.4%	+0.7%	
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	168.7	+0.7%	-2.9%	+6.3%	+3.3%	-2.4%	
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	217.2	+1.7%	-2.2%	+4.6%	+6.2%	+0.6%	
Unternehmensobligationen								
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	186.4	+0.7%	-0.2%	+0.5%	+2.4%	-0.3%	
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	223.8	0.0%	-2.0%	+8.0%	+10.7%	-5.7%	
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	616.2	-1.1%	+2.4%	+5.1%	+10.5%	-5.3%	
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.1	+0.2%	-1.1%	+2.4%	+5.8%	-1.7%	
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	291.1	-0.5%	+2.4%	+2.1%	+10.9%	-4.2%	
Alternative Anlagen								
Gold Spot CHF/kg	CHF	52'424.0	+0.0%	-3.0%	+14.6%	+16.4%	-1.6%	
Commodity Index	USD	95.8	-7.0%	+27.6%	-11.6%	+3.7%	-12.2%	
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'578.2	+1.4%	+3.3%	+13.0%	+21.7%	-4.4%	
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'424.1	-0.1%	+8.2%	-2.2%	+6.8%	-5.8%	
Währungen								
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9189	+0.3%	+3.8%	-8.4%	-1.6%	+0.8%	
Euro / Schweizer Franken	CHF	1.0416	-1.6%	-3.7%	-0.4%	-3.5%	-3.8%	
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.8119	+1.1%	-5.2%	-3.8%	-0.6%	+3.6%	
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.2218	-2.5%	+1.0%	-5.7%	+2.4%	-4.9%	

Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden, allgemein zugänglichen Quellen. Für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation richtet sich ausschliesslich an Kunden/Interessenten aus der Schweiz und die rechtlichen Hinweise im Impressum auf www.zugerberg-finanz.ch finden entsprechende Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung. Die ausgewiesene Wertentwicklung von Zugerberg Finanz Z wurde bis 30.06.2014 (Lancierung Zugerberg Finanz Z) von Zugerberg Finanz R übernommen. Die historische Wertentwicklung von Zugerberg Finanz R basiert teilweise auf dem Aufbau der Portfolios nach aktuellen Investmentkriterien mit Daten aus der Vergangenheit. Die Entwicklung gibt dabei einen indikativen Einblick über den möglichen Erfolg des Portfolios wieder, wäre dieses in der Vergangenheit in der aktuellen Form seit 2009 angelegt worden. Seit dem 01.01.2012 handelt es sich um die effektive Wertentwicklung der Portfolios. Die ausgewiesene Wertentwicklung von Zugerberg Finanz FZR wurde bis am 31.12.2013 (Lancierung Zugerberg Finanz FZR) von Zugerberg Finanz R übernommen. Die ausgewiesene Wertentwicklung von Zugerberg Finanz 3a wurde bis 31.12.2009 (Lancierung Zugerberg Finanz 3a) von der fondsbasierten Lösung der Zugerberg Finanz FZR übernommen. Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativ Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lussiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Fotos: Andreas Busslinger, stock.adobe.com; Schlusskurse per 30.11.2021; Wirtschaftsdaten per 30.11.2021; Wirtschaftsprognosen vom 30.11.2021; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.