



Aegerital unter dem Nebel, Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

## Solider Start ins neue Jahr

In den letzten Tagen des vergangenen Jahres kam es zu einer Ausverkaufsstimmung. Angst und Unsicherheit sowie geringe Handelsvolumina bestimmten das Marktgeschehen am Ende. Sicherlich trübte sich das allgemeine wirtschaftliche Umfeld ein, weshalb die Investitionslaune im Dezember einen Dämpfer erlitt. Allzu hektisch erfolgte die Wiederöffnung der chinesischen Wirtschaft, und die erfolgsverwöhnten Tech-Unternehmen kündigten breitflächigen Stellenabbau an.

Dabei endete die Zeit der Negativzinsen. Die Inflationsraten liessen ihre Wendepunkte hinter sich. Die Energie- und Rohstoffpreise entwickelten deutlich südwärts von ihren Höchstständen.

Der aktienbezogene Swiss Market Index (SMI) wies letztlich 10'729 Punkte auf (-16.7%). Schwankungsanfällige Aktienindizes sind für langjährige Anleger keine Seltenheit. Noch im Vorjahr stieg der SMI um 20.3%. Das wahre Desaster im vergangenen Jahr war die Performance der Anleihen. Der grösste Zinsanstieg in der Geschichte der amerikanischen Notenbank Federal Reserve (Fed) verursachte im

vergangenen Jahr zweistellige Verluste in Obligationen- und gemischten Portfolios. Selbst die angeblich sichersten Wertpapiere mit den höchsten Ratings erlitten massiv tiefere Kurse. Der anleihenbezogene Swiss Bond Index erzielte im vergangenen Jahr -12.1% und der Index der eidgenössischen Anleihen gar -17.0%. So endete das Jahr 2022 für balancierte Portfolios so schlecht wie nie zuvor.

Schweizer börsennotierte Immobilienfonds büssten im vergangenen Jahr mit durchschnittlich -17.3% ähnlich viel ein. Grösser noch war die Ernüchterung mit Technologie-Aktien. Die Aktien von führenden Unternehmen wie Amazon, Netflix und Nvidia (je rund -50% im Jahr 2022) sowie Google (-40%) litten noch stärker als Apple und Microsoft (je knapp 30%).

Ein miserables Jahr nahm schliesslich ein schwaches Ende. Umso erfreulicher war der solide Start ins neue Jahr. Geprägt von fallenden Inflationsraten stiegen Anleihen- und Aktienkurse, insbesondere in Europa.

## Enttäuschende Renditen im Jahr 2022

Mit der Diversifikation über verschiedene Anlageklassen oder geografische Räume liess sich im vergangenen Jahr kaum ein Nutzen erzielen. Das Grundmuster blieb überall dasselbe. Durch die sehr starken Leitzinserhöhungen der Zentralbanken litten Aktien, Anleihen und Immobilien gleichermassen.

In der Risikoklasse 1 überwiegen Anleihen mit einem defensiven Charakter. Dennoch büssten diese Strategien zwischen 14.9% (Freizügigkeit R1) und 17.3% (Revo1) ein. Die balancierten Portfolios

verloren dagegen rund 20%. In der Risikoklasse 4 und 5 waren die Rendite etwa gleich negativ.

Verhältnismässig gut hielten sich die DecarbRevo-Lösungen mit ihrem Schwergewicht auf erneuerbaren Energien und Dekarbonisierung der Weltwirtschaft. Die reine Aktienstrategie mit einem Dividendenfokus (RevoDividenden -12.5%) wies eine bessere Performance als der SMI auf.

## Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Dezember 2022	YTD 2022
Zugerberg Finanz R1	-1.8% ↓	-16.9% ↓
Zugerberg Finanz R2	-3.0% ↓	-20.5% ↓
Zugerberg Finanz R3	-3.4% ↓	-21.0% ↓
Zugerberg Finanz R4	-3.9% ↓	-20.9% ↓
Zugerberg Finanz R5	-3.4% ↓	-18.5% ↓
Zugerberg Finanz RDividenden	-3.5% ↓	-12.5% ↓
Zugerberg Finanz Revo1	-1.7% ↓	-17.3% ↓
Zugerberg Finanz Revo2	-3.0% ↓	-20.5% ↓
Zugerberg Finanz Revo3	-3.4% ↓	-20.1% ↓
Zugerberg Finanz Revo4	-3.8% ↓	-20.4% ↓
Zugerberg Finanz Revo5	-4.5% ↓	-21.1% ↓
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-3.7% ↓	-12.5% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-3.3% ↓	-10.6% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-4.6% ↓	-12.4% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-5.9% ↓	-13.5% ↓

## Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Dezember 2022	YTD 2022
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-1.1% ↓	-13.9% ↓
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-1.4% ↓	-14.9% ↓
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-1.9% ↓	-17.6% ↓
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-2.5% ↓	-18.6% ↓
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-2.8% ↓	-17.5% ↓

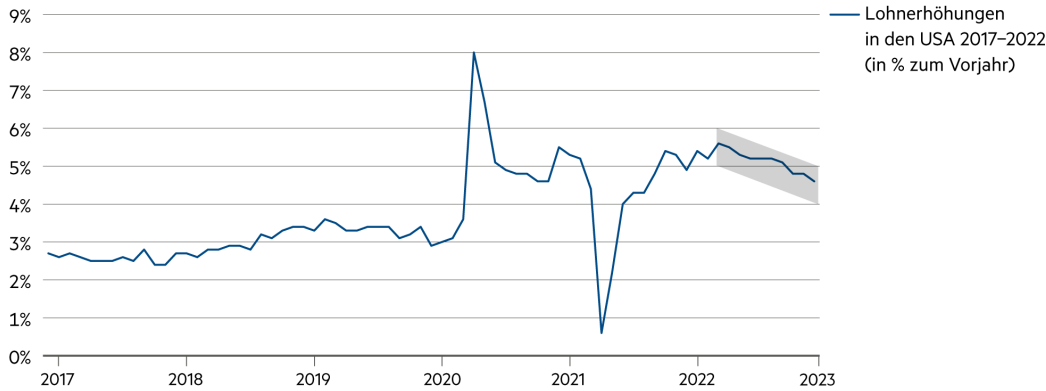
## Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Dezember 2022	YTD 2022
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-1.7% ↓	-17.3% ↓
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-3.0% ↓	-20.5% ↓
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-3.4% ↓	-20.1% ↓
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-3.8% ↓	-20.4% ↓
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-4.5% ↓	-21.1% ↓
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-3.7% ↓	-12.5% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-3.3% ↓	-10.6% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-4.6% ↓	-12.4% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-5.9% ↓	-13.5% ↓

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

Makroökonomie

# Ein schwieriges erstes Halbjahr



Durchschnittliche Lohnerhöhungen in den USA (2017-2022) (Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics | Grafik: Zugerberg Finanz)

**Die Weltwirtschaft steht vor einem schwierigen Halbjahr. Zwar liegen die Wendepunkte der Inflationsentwicklung hinter uns, doch bleibt unklar, wie hartnäckig sich Zweit- und Drittrundeneffekte verfestigt haben. Fehlende Arbeitskräfte, Digitalisierung, Automatisierung und Dekarbonisierung sind nur einige der grossen Baustellen, die es zu bewältigen gilt. Eine echte Rezession droht jedoch nicht.**

Natürlich gibt es auch gute Nachrichten. Die Pandemie ist vorbei. Die Inflation geht zurück und der Leitzinserhöhungszyklus rückt seinem Ende näher. Doch die jahrelange «Normalität» von niedriger Inflation mit niedrigen Zinsen kommt in nächster Zeit nicht zurück, selbst wenn sich die globalen Lieferketten wieder beleben.

Man hat viele pessimistische Wirtschaftsprognosen lesen können. Vielmehr werden wir eine weiche Landung der Konjunktur erleben. In manchen Regionen mag dies zu einer Stagnation führen, irgendwo auch in eine Rezession, doch die meisten Länder werden ein leichtes Wachstum erfahren. Eine echte Rezession ist nicht in Sicht, selbst wenn die gestiegenen Energiepreise für viele Menschen eine Herausforderung sind.

Fakt ist, dass die Wirtschaft in Europa stabil ist. Der Arbeitsmarkt ist sehr robust. Ein Einbruch des Aussenhandels zeichnet sich 2023 nicht ab. In Ost-, Mittel- und Südosteuropa hat man sich innerhalb weniger Quartale weitgehend von Russland gelöst und sieht einer prosperierenden Zukunft entgegen. Die eindrückliche Substitutions-

elastizität überraschte insbesondere in Ländern wie Rumänien und Bulgarien. Südeuropäische Staaten profitieren zusätzlich von der Erholung im Tourismus und der verbesserten Planbarkeit von Reisen. Auch deshalb sind flughafenbezogene Titel stark in den Januar gestartet (Flughafen Zürich Aktie +9% in der ersten Woche).

Viele Unternehmen verfügen über eine gute Kapital- und Liquiditätsbasis. Europäische Banken berichten über Ausfallraten, die wieder das tiefe Niveau von vor der Pandemie erreicht haben. Die Kreditrisikokosten liegen praktisch bei Null, auch wenn die Kreditrisikoprämien erhöht wurden. Das ermöglicht der Finanzbranche einen guten Ausblick aufs 2023, zumal Banken und Versicherungen durchschnittlich über eine hohe Eigenkapitalquote verfügen.

In den USA bekämpft die Federal Reserve (Fed) mit einer Serie aggressiver Zinsschritte die hohe Inflation. Sorgen bereitet insbesondere der enge Arbeitsmarkt. Obschon die erfolgsverwöhnten Tech-Unternehmen wie Amazon und Salesforce gleich zu Tausenden Stellen streichen, baut der Mittelstand weitere Mitarbeiter auf. Der Arbeitsmarktbericht zeigte, dass auch im Dezember die Stellen insgesamt unerwartet stark zunahmen (+223'000), aber mit 10.5 Millionen immer noch zahlreiche offene Stellen bleiben. Die Arbeitslosigkeit bleibt auf sehr tiefen 3.5%. Die US-Wirtschaftsdynamik erstaunt mit ihrer Resilienz die Fed, aber immerhin zeigt sich der Lohndruck (+4.6% gegenüber dem Vorjahr im Dezember) seit März 2022 von der moderateren Seite.

Region	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Für die Schweiz steht ein Jahr mit einem deutlich unterdurchschnittlichen Wirtschaftswachstum (+1.0%) an. 2024 wird das BIP wieder stärker wachsen.
Eurozone, Europa	↗	↗	Der Konjunkturbarometer in der Eurozone hat sich in den letzten Wochen wieder etwas stabilisiert. Von einer echten Rezession kann keine Rede sein.
USA	→	↗	Die Volkswirtschaft wächst ungebrochen. Im vierten Quartal dürfte das BIP-Wachstum annualisiert rund 2% betragen haben.
Rest der Welt	↗	↗	Mit der Abschwächung des Dollars fällt auch der inflationäre Druck, was die wirtschaftlichen Aussichten insbesondere in Schwellenländern verbessert hat.

Liquidität, Währung

## Sparer erleiden einen Kaufkraftverlust



USD/CHF Drei-Monats-Absicherungskosten in % im Jahr 2022 (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

**Der Albtraum der Sparer ist die Inflation. Sie zehrt an der Kaufkraft, Jahr für Jahr. Auch wenn der Höhepunkt der Inflation überschritten ist, bleibt sie gleichwohl eine Herausforderung für die Sparer. Viele sehen sich durch das Ende der Negativzinsen dazu verleitet, wieder mehr Geld auf dem Sparkonto liegen zu lassen. Doch dann schrumpft das Vermögen durch die Inflation.**

Die Zinswende hinterlässt ihre Spuren. Sie hat den meisten Anlegern im Jahr 2022 deutliche Verluste beschert, wie schon 2018. Davor war 2011 das letzte Verlustjahr, und 2008 mit der grossen Finanzkrise. Dennoch ist es ratsam, Ihr Ersparnis für Sie auf den Anleihe- und Aktienmärkten arbeiten zu lassen. Die Erholung wird auch dieses Mal wieder kommen. Bei den Anleihen sowieso. Das ist nicht spekulativ. Sie erfüllen als Fremdkapital in Unternehmen eine wichtige Rolle, und statt auf einer Bank landet die Marge direkt auf Ihrem Konto.

Gegenwärtig handeln Anleihen in unseren breit diversifizierten Lösungen mit rund 400 Anleihen im Durchschnitt zu 87 und rücken mit jedem Tag dem Rückzahlungstermin näher. Dann, in zweieinhalb bis vier Jahren, wird die Anleihe zu 100 zurückbezahlt. Die Couponzahlungen kommen noch dazu. Der Kursgewinn von 87 bis 100 (+15%) ist zudem einkommenssteuerfrei.

Ein weiterer Weg, das Ersparnis für sich wirtschaften zu lassen, besteht in der Verlagerung von Nominalvermögen (Sparkonto) in Substanzvermögen (Aktien, Immobilien, Infrastruktur). Temporär

können Aktien auch unter der Inflation leiden, doch viele gute Unternehmen haben die Möglichkeit, steigende Kosten an die Kunden weiterzugeben. Das ist der Grund, weshalb wir in unseren Portfolios ausschliesslich auf qualitativ herausragende Unternehmen mit einer führenden Marktstellung und einer hohen Preissetzungsmacht setzen.

Eine besondere Stellung nehmen Infrastrukturunternehmen ein. Während in Immobiliengesellschaften erhöhte Inflationswerte und steigende Finanzierungskosten nur allmählich und über mehrere Jahre hinweg zu höheren Erträgen führen, können die in Konzessionsverträgen regulierten Gebühren von Strassen, Parkhäusern und Flughäfen praktisch unmittelbar angehoben werden.

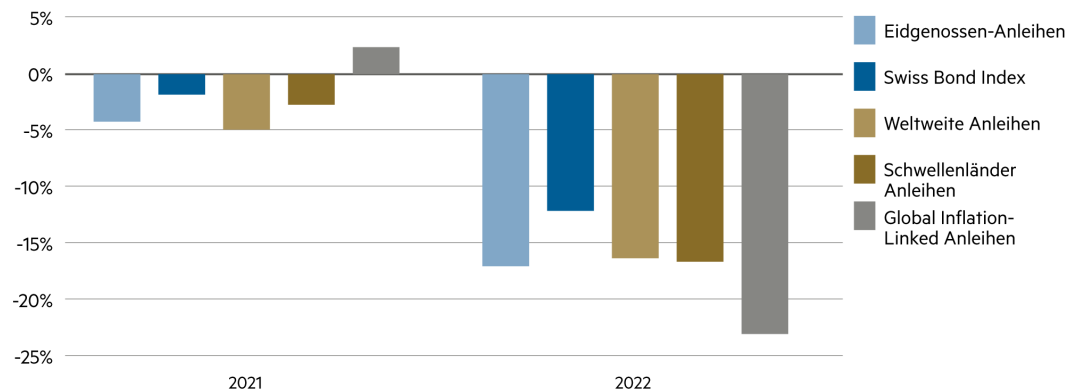
Gold wäre auch eine Anagemöglichkeit. Allerdings erzielt man damit keine Erträge. Trotz der deutlich erhöhten Inflation im Jahr 2022 ist der Goldpreis nicht gestiegen. Nach einem enttäuschenden Jahr 2022 gilt es aber, nicht die falschen Folgerungen daraus zu ziehen.

Vorsicht ist bei Fremdwährungs-Engagements geboten. Wir erachten den Dollar nach wie vor als massiv überbewertet. Die Kaufkraft liegt bei etwa 0.75 Franken, doch gehandelt wird die Devisen zu 0.93. Den Dollar abzusichern kostet derzeit 3.9% jährlich. Mehr Stabilität ist vom Euro zu erwarten. Die Währungsabsicherung kostet da aktuell lediglich 1.5%.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	→	→	Die Phase der Negativzinsen ist vorbei. Bestenfalls gibt es wieder leicht positive Zinsen auf Konten mit einer entsprechenden Kündigungsfrist (Sparkonto).
Euro / Schweizer Franken	→	→↗	Der Euro liegt mit 0.99 auf einem Niveau, bei dem grosse Schwankungen nicht zu erwarten sind.
US-Dollar / Schweizer Franken	↘	↘	Der Dollar gilt nach Kaufkraftparität und aufgrund der grossen Inflations-Differenzen auch bei 0.93 nach wie vor als stark abwertungsgefährdet.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Seit Ende Oktober büsste der Dollar gegenüber allen G10-Währungen stark an Wert ein. Der EUR/USD Kurs stieg inner Kürze von 0.97 auf 1.07 zum Jahresende.

Anleihen

## Anleihen sind wieder attraktiv



2022 war ein aussergewöhnlich schwieriges Jahr für Anleihen (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

**Der grösste Zinsanstieg in der Geschichte der amerikanischen Notenbank Fed hat im vergangenen Jahr zweistellige Verluste in Obligationen- und gemischten Portfolios verursacht. Soviel zur Vergangenheit. Umgekehrt sind die Rahmenbedingungen heute so gut wie seit 20 Jahren nicht mehr. Es locken attraktive Renditen, die grösstenteils steuerbefreit sind.**

Rekordhohe Inflationsraten zwangen die Zentralbanken zu drastischen Zinserhöhungen. Die damit einhergehenden Leitzinserhöhungen in westlichen Industrieländern waren derart steil, wie wir es noch nie erlebten. In den USA wurden die Leitzinsen innert einem Jahr von 0.0% auf effektiv 4.3% erhöht. Die Kapitalmärkte gehen auch in diesem Jahr von Leitzinserhöhungen aus, doch bereits im Dezember sind die Zentralbanken zu einem moderateren Tempo übergegangen.

Doch der radikale Kurswechsel zeigte bereits im Winter 2022/23 erste Erfolge, obschon die volle Wirkung von geldpolitischen Massnahmen erst nach rund einem Jahr eintritt. Die globale Wachstumsdynamik verlangsamte sich. Gleichzeitig passierten die Inflationsraten ihre Wendepunkte: Die USA erreichten den Inflationshöhepunkt etwas früher als Europa. Doch die Inflation liegt gegenwärtig zweifellos immer noch deutlich über den Zielwerten der Zentralbanken, doch kehrt sie – insbesondere die viel beachtete Kerninflation – vielerorts aufgrund der strafferen Geldpolitik wieder auf moderatere Niveaus zurück.

Die US-Zentralbank rechnet inzwischen mit einem Rückgang der

Kerninflation auf 3.5% (2023) und 2.5% (2024). Die Schweizerische Nationalbank sieht die Inflation per Ende 2023 bei 2.0% und per Ende 2024 bei 1.8%, also zurück in ihrem Zielband der Preisstabilität. Deshalb bahnt sich das allmähliche Ausklingen des stärksten Zinserhöhungszyklus in der geldpolitischen Geschichte an, und die Inflationsentwicklung nahm in den letzten Wochen und Monaten in vielen Ländern einen Abwärtstrend auf.

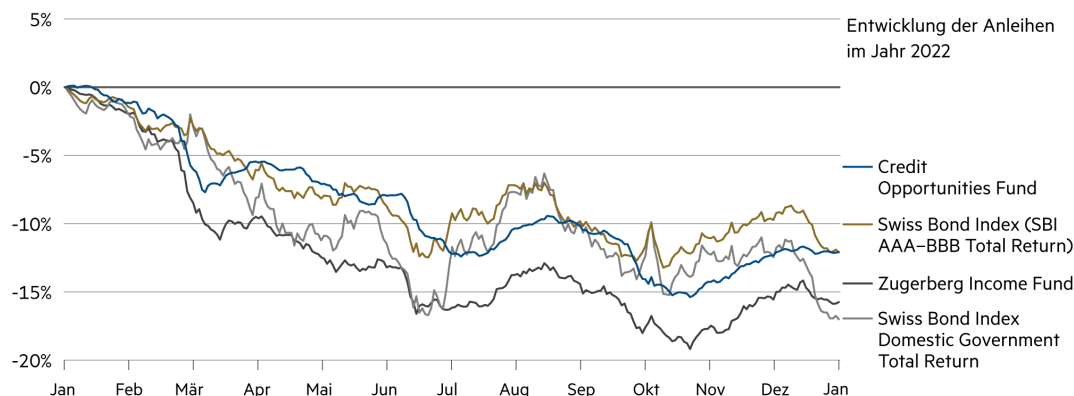
Damit haben sich die Chancen und Risiken im Umfeld von Staats- und Unternehmensanleihen massgeblich verändert. Bei den Staatsanleihen sind erstmals seit vielen Jahren nicht nur positive Renditen zu erwirtschaften, längerfristig kann man sogar zu positiven Realrenditen gelangen. Noch attraktiver erscheinen uns Unternehmensanleihen. Hier locken grossartige Rückzahlungsrenditen, unabhängig vom konjunkturellen Umfeld. Wer mit Geduld sein Kapital die nächsten drei, vier Jahre arbeiten lässt, dürfte sich über einen ansehnlichen nominellen und realen Kapitalzuwachs erfreuen können.

Gewiss sind wir in einer Marktphase, in der die Zins- und Kreditrisiken aktiv und gezielt gesteuert werden. Die Zinskurve ist durch ihre unterschiedliche Gestalt nicht in jedem Laufzeitenbereich gleich attraktiv. Zudem sind die Zinskurven von Land zu Land unterschiedlich. Dies bietet uns eine Reihe von Positionierungschancen. Auch müssen Anleihen nicht bis Verfall gehalten werden, sondern können jederzeit durch neue, attraktive Neuemissionen substituiert werden.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	↘	↔↘	Staatsanleihen haben im vergangenen Jahr grosse Wertebussen erlitten, z. B.: Die Eidgenossen-Anleihe (0.5% Coupon, fällig Ende Mai 2058) büsste mehr als 40% ein.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Mit unseren Unternehmensanleihen lassen sich nach den Kosten der Währungsabsicherung Rückzahlungsrenditen von 4% (ZIF) bis 10% (COF) erzielen.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Es gibt höchst unterschiedliche Effekte, wie diese Anleihen in einer Rezession reagieren. Deshalb ist ein selektives Vorgehen unabdingbar.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

## Erholung der Unternehmensanleihen wird kommen



Entwicklung der Anleihen im Jahr 2022 (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Unternehmensanleihen haben ein schwieriges Jahr hinter sich. Die Kurse fielen durch die steigenden Renditen deutlich. Hinzu kam noch eine Ausweitung der Kreditrisikoprämien. Dies bescherzte dem Credit Opportunities Fund (COF) eine Jahresrendite von -12.1%, genau gleich wie der Swiss Bond Index (SBI). Der Zugerberg Income Fund (ZIF) mit -15.7% wies einen klaren Rückstand gegenüber dem SBI auf.

Mit dem ZIF bewegen wir uns im Durchschnitt immer im High Grade Bereich. Zwar erlitten die Kurse im vergangenen Jahr einen starken Einbruch, doch nun handeln die Anleihen durchschnittlich bei 87. Sie werden in vier bis fünf Jahren zu 100 zurückbezahlt, d. h. es lockt ein ertragssteuerfreier Kapitalzuwachs von 15%. Hinzu kommen die jährlichen Couponerträge von rund 3%.

Beim COF liegt die Rückzahlungsrendite gar bei 10%. Uns ist bei der Selektion die konjunkturelle Resilienz des jeweiligen Geschäfts besonders wichtig. Auch hier handeln die Anleihen durchschnittlich weit unter 100, doch die Rückzahlung wird früher als im ZIF eintreffen. Die typische Restlaufzeit ist im COF viel kürzer. Das hängt auch damit zusammen, dass Unternehmen bei hohen Zinsen nur über wenige Jahre hinweg Kapital aufnehmen möchten – in der Hoffnung, diese Anleihen in kurzer Zeit wieder mit frischem, günstigerem Kapital zu ersetzen. Zusammen mit den Coupons winken hier derzeit jährliche Rückzahlungsrenditen in der Höhe von bis zu 10%, selbst in einem rauen wirtschaftlichen Umfeld. Derart hohe Renditen dürften in einem Jahr wohl bereits der Vergangenheit angehören.

Nun ergibt sich eine Chance, sich diese Renditen zu sichern.

Wer den ganz sicheren Weg gehen möchte, muss Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft erwerben. Je weiter entfernt ihre Rückzahlung liegt, desto schwankungsanfälliger sind sie. So handelt die Anleihe, die im Juni 2032 fällig wird, zu 90.6%. Vor einem Jahr lag der Kurs noch 20% höher, doch «rentierte» sie damals im Minusbereich (-0.2% p. a.). Auf dem gegenwärtigen Kurs errechnet sich dagegen eine Rückzahlungsrendite von 1.6% während zehn Jahren. Weil der Coupon bei 0.5% liegt, bleibt der grösste Teil der Rendite ertragssteuerfrei.

Für Unternehmensanleihen kommen je nach Laufzeit, Konjunktur, Branche und Geschäftsmodell noch firmenspezifische Margen dazu. Das heisst, selbst mit einer sicheren Nestlé-Anleihe lassen sich 2% Rendite erzielen. Diversifiziert kann man jedoch mit gutem Gewissen ein höheres Risiko eingehen – durch breit diversifizierte Fonds mit Unternehmensanleihen aus verschiedenen Branchen, jeweils abgesichert in Schweizer Franken.

Mit unseren Anleihenslösungen ist der Portfolioanteil an verzinslichen Wertpapieren bereits auf mehr als 400 Anleihen aus 18 unterschiedlichen Branchen verteilt. Wir achten bei der Selektion der jeweiligen Unternehmensanleihen auf eine vorteilhafte Kombination von Rendite und Risiko, Liquidität und Bonität, Resilienz und Anpassungsfähigkeit. Lassen Sie Ihr Ersparnis für Sie auf den Anleihensmärkten arbeiten. Die Erholung wird kommen.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2022 seit Jahresbeginn	-15.7%	-12.1%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-13.7% (-3.1%)	+19.8% (+1.8%)
Anteil positiver Renditemonate	57%	66%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	297 BP (-15 BP)	828 BP (+31 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB	BB

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



Immobilien, Infrastruktur

## Immobilien in einer Abkühlungsphase



Baustelle im Rheintal, Schweiz

Die Investitionen in Büro- und Wohnimmobilien gingen markant zurück. Das Jahr 2023 dürfte mannigfaltig geprägt werden. Die Finanzierungsbereitschaft von Immobilienprojekten durch Banken nimmt ab, und die Finanzierungskosten nehmen zu. Die Skepsis bei Gewerbeimmobilien wächst, und die Abkühlungsphase setzt sich fort. Gleichzeitig setzt sich die Aufwärtstendenz bei den Mieten in diesem Jahr fort.

Immobilienwerte litten im Jahr 2022 unter den steigenden Zinsen. Mit einem um 10 Basispunkte höheren Diskontierungssatz resultierte ein 5.4% tieferer Marktpreis. Vereinzelt war jedoch die Anwendung eines wesentlich höheren Diskontierungssatzes notwendig. Die Renditekompression fand längst ein Ende, als mancherorts die Bruttoanfangsrenditen auf 2.5% und weniger fielen. Wohnrenditeeigenschaften wurden von institutionellen Anlegern in der Negativzinsperiode als Anleihensersatz betrachtet. Das ist vorbei.

Seit die Verfallsrendite des täglich handelbaren Swiss Bond Index wieder 2.0% erreichte, liess das Investoreninteresse an Immobilien spürbar nach. Von besonderer Unsicherheit geprägt waren die kommerziellen Immobiliensegmente wie Büro- und Detailhandelsflächen, Logistikimmobilien sowie Servicewohnen für Senioren.

Im veränderten Wirtschafts- und Finanzierungsumfeld hatten es diese Segmente schwerer, die erwünschte Rentabilität für ihre Investoren zu erzielen. Deshalb floss aus den Immobilienfonds immer mehr Geld weg und die Kurse tauchten ab. Dies liess die Agios innert Jahresfrist von 42.0% auf 13.6% fallen. Dies ist das tiefste Niveau seit der grossen Finanzkrise von 2008/09.

Die Fundamentaldaten für Infrastrukturinvestments bleiben dagegen weiterhin positiv. In der Schweiz fokussieren wir durch die BKW mit ihrer Energieinfrastruktur auf integrierte Gesamtlösungen in den Bereichen Energie, Gebäude und Infrastruktur. Beispielhaft ist auch der infrastrukturelle Komplex der Flughafen Zürich AG mit ihrer einzigartigen Kombination von Flugbetriebsgebühren sowie Immobilien- und Dienstleistungserträgen.

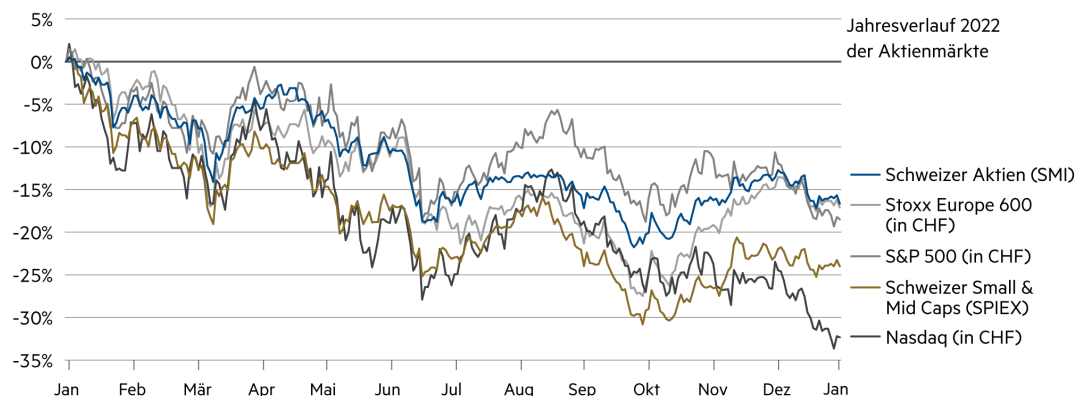
Ohnehin sind durch die Aufhebung pandemiebedingter Reisebeschränkungen moderat bewertete, international tätige Flughafen- und Mautstrassen-Betreiber wie Vinci besonders attraktiv geworden. Inflationsindexierte Verträge ermöglichen den Betreibern von Versorgungs- und Verkehrsinfrastruktur, die höheren Inputkosten weitgehend auf die Benützer zu überwälzen.

Mit RWE sind wir zudem in einem internationalen Energieinfrastrukturkonzern eingebunden, der sich mit dem norwegischen Staatskonzern Equinor besonders stark für «grünen» Wasserstoff ins Zeug legt. Zudem hat er gerade in der Nähe von Madrid einen Solarpark in Betrieb genommen, bei dem auf einer Fläche von 97 Hektaren knapp 100'000 beidseitig aktive Module montiert wurden. Derartige Module sollen schon in wenigen Jahren in der Schweizer Alpenwelt zum Einsatz gelangen, da sie auf der Vorder- und Rückseite Strom erzeugen und damit bei gleicher Fläche einen höheren Ertrag erzielen. Zwei weitere Solarparks befinden sich in Spanien noch im Bau. RWE erfreut sich als landesweite Nummer 4 im Bereich «Wind & Solar» zudem an einer bedeutenden Stellung im attraktiven US-Markt für erneuerbare Energien.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→	Der hypothekarische Referenzzinssatz verbleibt stabil bis März 2023. Dann rechnen wir mit einer Anhebung auf 1.5% und Mietzinserhöhungen von bis zu +3%.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	→	Im Inland blieben die Preise relativ stabil. Im Ausland waren bereits deutliche Preisrückgänge in diesen Segmenten zu verzeichnen.
Immobilienfonds CH	→	→	Bei den Preisen für Renditeliegenschaften zeigten sich Anzeichen einer Verlangsamung. Entsprechend ging auch das Interesse an den Fonds zurück.
Infrastruktur	↗	↗	Infrastrukturaktien hielten sich im vergangenen Jahr relativ gut, aber nur wenige schnitten positiv ab, z. B. RWE (+16%), BKW (+7%) und Vinci (+1%).

Aktien

## 2022 war ein schlechtes Aktienjahr



2022 war ein schwieriges Jahr für zahlreiche Aktienmärkte (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Das vergangene Jahr schloss der Weltaktienindex MSCI All Country Index mit einer negativen Rendite von 18.9% (in Schweizer Franken) ab. Durch eine geografische Diversifikation hätte man keinen Diversifikationsnutzen erzielen können. Die europäischen Aktienmärkte schnitten noch etwas besser ab als die technologie-lastigen amerikanischen Aktienmärkte. Die Schwellenländermärkte waren mit Ausnahme von Indien auch aussergewöhnlich stark ins Minus geraten.

Durch die steigenden Zinsen und die zunehmenden Rezessionsängste erfolgte eine massive Flucht aus den Realwerten. Dabei zeigte sich in vergangenen Phasen einer moderat erhöhten Inflation, dass mittelfristig die Aktien zu einer realen Wertsteigerung führen und von einer Inflation auch profitieren können. Aktien bieten auf dem aktuellen Level ein solides Rendite/Risiko Verhältnis, selbst vor dem Hintergrund der verschiedenen makroökonomischer Szenarien.

Der Übergang von einem deflationären Negativ- und Nullzinsumfeld in eine inflationäre Zeit mit stark gestiegenen Zinsen war kurz und heftig. Nachdem sich die Fed-Perspektive einer temporär erhöhten Inflation verflüchtigt hatte und sich die Teuerung in diversen Branchen zu verfestigen begann, wurde mancherorts die dauerhafte erhöhte Inflation zum Hauptszenario festgelegt. Dabei hat das entschlossene Vorgehen der Zentralbanken seit Sommer 2022

bewusst Wert daraufgelegt, dass dadurch die längerfristigen Inflationserwartungen auf einem relativ tiefen Niveau verankert bleiben.

Letzteres wurde auch erreicht. Deshalb kann davon ausgegangen werden, dass nach dem ersten Quartal allmählich eine Pause bei den Leitzinserhöhungen eingelegt wird. Das heisst noch nicht, dass sich alles zum Besseren wenden wird. Weiterhin kommen nur ganz wenige, selektiv ausgewählte Technologie-Titel aus den USA für ein erfolgversprechendes Portfolio in Betracht. Dagegen sind gewisse Aktien im vergangenen Jahr unter die Räder gekommen, obschon sie Rekordumsätze und -gewinne erzielt haben.

Im Jahr 2022 entwickelten sich die Aktienkurse von vielen Unternehmen südwärts, obschon es insbesondere marktführenden Unternehmen wie Nestlé oder auch Mercedes-Benz gelang, die höheren Inputkosten in höhere Verkaufspreise umzusetzen. Sie vermochten ihre Margen auf einem hohen Niveau zu verteidigen und schlossen das Jahr mit rekordhohen Umsätzen ab.

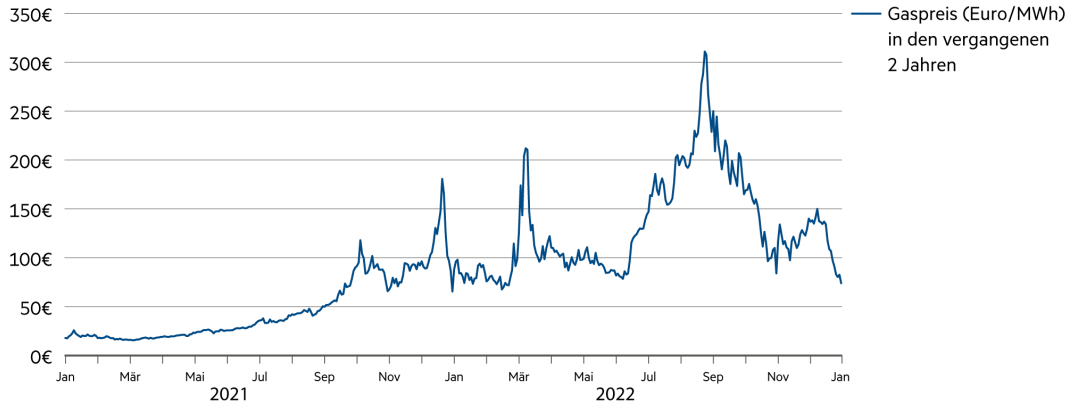
Die Angst vor einer einschneidenden Rezession erscheint uns übertrieben, weshalb man dem Dividendenfrühling 2023 gelassen entgegenblicken kann. Die allermeisten Unternehmen, die sich in unseren Portfolios befinden, halten ihre Dividendenausschüttungen stabil oder erhöhen sie gar. Ihre mittelfristigen Ausblicke gehen zumindest von einem moderaten Wachstum aus.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→↗	↗	Der SMI verlor 2022 -16.7%. Stark fielen Partners Group (-46%), Sika (-42%), Lonza (-41%) und Roche (-23%). Zurich (+10%) war top.
Aktien Eurozone, Europa	→	↗	Der StoxxEurope 600 fiel 2022 um 17.0% (in CHF). Der Index der grosskapitalisierten Aktien im Euro Stoxx 50 fiel mit -15.9% nur unwesentlich weniger.
Aktien USA	→↗	↗	Der breite S&P500 Index erzielte 2022 ein Minus von -19.0% in CHF. Miserabel schnitt der Technologie-Index Nasdaq (-33.0%) ab.
Aktien Schwellenländer	→↗	↗	Der breiteste Schwellenländerindex MSCI Emerging Markets (-21.1%) litt im vergangenen Jahr in den allermeisten Ländern; Indien blieb eine Ausnahme.



Alternative Anlagen

## Energiepreise auf tieferem Niveau



Gaspreis-Entwicklung in den letzten 2 Jahren (Quelle: Bloomberg, Grosshandelspreise TTF mit einem Monat Vorlauf in Amsterdam, in Euro | Grafik: Zugerberg Finanz)

**Rohöl, Gas und Strom gibt es momentan in ausreichendem Umfang. Die Gefahr eines Gasmangels ist offenbar gebannt. Das Bundesamt für Energie hat ein «Dashboard» lanciert, auf dem man die Preise und den Verbrauch zeitnah verfolgen kann. Die Versorgungslage bleibt zwar angespannt, und Energieverschwendung soll weiterhin vermieden werden. Doch eine Mangellage zeichnet sich nicht ab.**

Zahlreiche Energiepreisnotierungen gaben in den vergangenen Monaten und auch seit Jahresbeginn weiter nach. Der gesamte Bloomberg Commodity Index liegt mit 108.90 wieder auf dem durchschnittlichen Niveau der letzten 15 Jahre. Wie stark sich der energie-seitige disinflationäre Druck fortsetzen wird, bleibt unklar. Zumindest lässt sich festhalten, dass sich auch bei den Lieferketten der Stress gelegt hat, wie aus dem entsprechenden Global Supply Chain Pressure Index der Fed New York hervorgeht. Zudem sind die Transportkosten massiv gefallen, was zu einer Entspannung in der gesamten Logistik führte. Einen Standard-Container von Schanghai nach Rotterdam zu bringen, kostet mit 1'700 Dollar wieder gleich viel wie in den Jahren vor der Pandemie. Die Globalisierung ist keinesfalls am Ende. Es dürfte jedoch zu verstärkten Separationen kommen, wie es der Rückzug vieler westlicher Unternehmen aus Russland gezeigt hat.

Weil das effektive Kapazitätsangebot um rund 6% (2023) und 4% (2024) zunehmen dürfte, wird der Preisdruck bleiben. Aber zurück zu den ganz tiefen Preisen wird es nicht mehr gehen. Detlef Trefzger, früherer Konzernchef von Kühne + Nagel, erzählte jüngst eine Anekdote: «2015 war die Verschiffung eines 40-Fuss-Containers

von Schanghai nach Santos in Brasilien billiger als eine Taxifahrt vom Zürcher Flughafen in die Stadt Zürich. Diese Zeiten sind vorbei.»

Zudem zeigen die Preise von Industriemetallen und Stahl nach einer Phase der Überhitzung wieder klare Zeichen der Normalisierung. Beim Rohöl bewiesen die OPEC+ Länder indizienweise ihre Macht. Im Jahr 2022 stieg der Rohölpreis (WTI) um 6.7%, während das zentrale Industriemetall Kupfer 13.9% verlor. Normalerweise bewegen sich Rohöl und Kupfer preislich ziemlich parallel.

Die Energieversorgung wie auch die Rohstoffpreise werden im laufenden Jahr gewiss noch einige Schwankungen erfahren. Mit einer besseren Planbarkeit ist allerdings kaum vor Mitte 2023 zu rechnen. Insbesondere China ist zu einem Faktor der Instabilität geworden, der sich stark bei den Rohstoffen niederschlagen wird.

Gesichert ist dagegen der schnellere Ausbau der erneuerbaren Energie. Bei den Windturbinen konnten im Vergleich mit den durchschnittlichen globalen Preisniveaus von 2020 Erhöhungen im Umfang von 44% (Vestas), 30% (Nordex) und 17% (Siemens Gamesa) durchgesetzt werden. Dennoch nahmen die Bestellmengen überdurchschnittlich zu. Über überdurchschnittlich hohe Auftragsbücher berichten auch jene, die in die Errichtung von Solarparks eingebunden sind.

Gewissheit haben wir auch, dass versicherungsrisikobezogene Anleihen (ILS) aufgrund des beschleunigten Auftriebs bei den Prämien eine erhöhte Chance haben, nach langer Durststrecke erstmals wieder gute Jahre zu verzeichnen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→↗	↗	Die Ölpreise haben sich vom durchschnittlichen Niveau im Herbst nochmals erheblich reduziert. Im neuen Jahr fielen sie auf 73 Dollar pro Fass (WTI).
Gold, Edelmetalle	→	→	Gold blieb im Jahr 2022 unter dem Strich stabil. Der Unzenpreis in Dollar schwankte zwischen 2'050 und 1'622 und endete letztlich bei 1'824.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Die Risikokapazität hat zyklisch abgenommen und ermöglicht den Risiko-Investoren eine Teilhabe von attraktiven Prämien in den kommenden Perioden.
Private Equity	→↗	↗	Die illiquiden Gefässe hielten sich im Jahr 2022 einigermassen stabil. Wir rechnen auch im Jahr 2023 mit einer fortgesetzten Stabilisierung der Bewertungen.

## Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)					
		31.12.2022	12/2022	2022 YTD	2021	2020	2019
<b>Aktien</b>							
SMI	CHF	10'729.4	-3.6%	-16.7%	+20.3%	+0.8%	+26.0%
SPI	CHF	13'734.9	-3.3%	-16.5%	+23.4%	+3.8%	+30.6%
DAX	EUR	13'923.6	-2.7%	-16.3%	+10.4%	+3.5%	+20.9%
CAC 40	EUR	6'473.8	-3.3%	-13.9%	+23.6%	-7.4%	+21.8%
FTSE MIB	EUR	23'707.0	-3.1%	-17.3%	+17.3%	-5.4%	+23.6%
FTSE 100	GBP	7'451.7	-3.4%	-8.8%	+16.7%	-19.2%	+14.7%
EuroStoxx50	EUR	3'793.6	-3.7%	-16.0%	+16.0%	-5.4%	+20.3%
Dow Jones	USD	33'147.3	-7.1%	-7.7%	+22.2%	-1.8%	+20.3%
S&P 500	USD	3'839.5	-8.8%	-18.5%	+30.6%	+6.5%	+26.7%
Nasdaq Composite	USD	10'466.5	-11.6%	-32.3%	+25.0%	+31.6%	+33.0%
Nikkei 225	JPY	26'094.5	-3.8%	-19.7%	-2.6%	+11.6%	+17.8%
Sensex	INR	60'840.7	-7.9%	-4.8%	+23.2%	+3.4%	+10.0%
MSCI World	USD	2'602.7	-7.3%	-18.5%	+23.7%	+4.5%	+23.1%
MSCI EM	USD	956.4	-4.7%	-21.5%	-1.8%	+6.1%	+13.5%
<b>Obligationen (gemischt)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.1	-2.0%	-13.2%	-3.0%	+3.5%	+3.7%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	176.9	-1.1%	-16.7%	-2.0%	+6.4%	+8.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	269.0	-0.6%	-13.3%	+2.6%	+4.7%	+10.5%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	254.0	+0.2%	-18.2%	-2.7%	+4.3%	+9.0%
<b>Staatsobligationen</b>							
SBI Dom Gov	CHF	159.6	-5.1%	-17.0%	-4.2%	+2.1%	+4.4%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	142.5	-0.9%	-15.0%	-3.5%	+6.3%	+3.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	173.2	-4.8%	-18.9%	-3.7%	+4.6%	+6.2%
<b>Unternehmensobligationen</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	172.0	-1.1%	-7.5%	-0.5%	+0.5%	+2.4%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	182.1	-0.9%	-18.5%	-2.3%	+8.0%	+10.7%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	540.7	-1.0%	-13.7%	+4.1%	+5.1%	+10.5%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	155.4	-1.9%	-14.1%	-1.2%	+2.4%	+5.8%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	261.5	-0.9%	-10.9%	+3.2%	+2.1%	+10.9%
<b>Alternative Anlagen</b>							
Gold Spot CHF/kg	CHF	54'214.7	+0.8%	+1.0%	-0.6%	+14.6%	+16.4%
Commodity Index	USD	112.8	-5.8%	+15.1%	+30.8%	-11.6%	+3.7%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'220.3	+1.5%	-17.3%	+7.6%	+13.0%	+21.7%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'367.9	-3.1%	-3.2%	+6.7%	-2.2%	+6.8%
<b>Währungen</b>							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9245	-2.2%	+1.3%	+3.1%	-8.4%	-1.6%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9896	+0.6%	-4.6%	-4.0%	-0.4%	-3.5%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.7054	+3.0%	-11.0%	-7.5%	-3.8%	-0.6%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1187	-1.9%	-9.3%	+1.9%	-5.7%	+2.4%

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 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](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch); Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.12.2022; Wirtschaftsdaten per 31.12.2022; Wirtschaftsprognosen vom 31.12.2022; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.