



Linden auf Moränenhügel bei der Oelegg Neuheim, Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Erfreulicher Abschluss des Jahres 2023

Vor drei Monaten wiesen wir im Monatsbericht darauf hin, dass das Schlussquartal häufig mit positiven Renditen einhergeht. Das trat auf eine eindruckliche Art und Weise ein. Wir blieben investiert, weshalb unsere Portfolios vom jüngsten Aufschwung stark profitierten. Über das ganze Kalenderjahr hinterlässt die Performance einen sehr guten Eindruck.

Die Erholung auf den Kapitalmärkten zeigte sich in allen Anlageklassen. Von den weltweit sinkenden Inflationsraten profitierten gewiss die Aktien, aber auch die Immobilien- und Infrastrukturwerte. Eindrucksvoll war zudem die Erholung bei den Anleihen, die wir währungsgesichert bewirtschaften. Das erwies sich im Jahr 2023 als sinnvoll, zumal der Franken die stärkste G10-Währung war und gegenüber dem Bloomberg Dollar Spot Index um 10.2% zulegte.

In Franken legte der amerikanische Aktienmarkt (S&P 500: +13.1%)

ähnlich stark zu wie der Euro Stoxx 50 (+12.1%). Der indische Sensex 30 (+7.4%) zählte zu den wenigen Gewinnern unter den aufstrebenden asiatischen Schwellenländern, während die Indizes in China (Hang Seng -21.7%), Thailand (-21.5%), Malaysia (-15.1%) und Philippinen (-10.2%) allesamt deutliche Einbussen erlitten.

Der Swiss Market Index (+3.8%) entwickelte sich positiv. Er blieb jedoch deutlich hinter dem Weltaktienindex (MSCI All Country Index mit +9.3% in Franken) zurück. Der Weltaktienindex besteht zu rund 62% aus US-Aktien. Wir halten weiterhin den grössten Teil der Aktienquote von Schweizer Unternehmen. Mit unserer Selektion konnten wir den Weltaktienindex übertreffen. Dies gilt auch für die Anleihen. Der Weltanleiheindex, in Franken gesichert, liegt per Ende 2023 bei +2.5%. Unsere Anleiheleistungen erzielten dagegen eine Jahresrendite von bis zu +6.1% (Zugerberg Income Fund).

Das Schlussquartal war erneut positiv

Auf den Kapitalmärkten ist auffällig, dass das Schlussquartal eines Kalenderjahres überdurchschnittlich häufig mit einer positiven Rendite endet. Das war im Jahr 2023 erneut der Fall. Der Monat Dezember erwies sich insbesondere auch für die Strategien mit einer hohen Anleihequote als wertvoll.

In der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. Revo1 mit einer Rendite von +6.5% für das Gesamtjahr) setzte die Erholung nach dem schlechten Vorjahr ein. Wir rechnen mit deren Fortsetzung in den kommenden zwei Jahren, insbesondere dank der zu erwartenden Renditen bei den Anleihen. In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +9.9%) lag die Gesamtrendite auf einem guten Niveau. Den Hauptteil der Rendite steuerten die Aktien bei.

Aussergewöhnlich gut rentierten die dynamischen Risikoklassen 4

und 5 (z. B. Revo4 mit +11.0% und Revo5 mit +12.4%). Die höchste Rendite im Gesamtjahr 2023 erzielte die ausschliesslich auf vielversprechende Aktien mit einem stattlichen Dividendenertrag ausgerichtete Dividendenlösung (z. B. RevoDividenden +15.4%).

Die Renditen in den Freizügigkeitslösungen vermochten nicht mit jenen in den Revo-Strategien mitzuhalten. In diesen Freizügigkeitsstiftungen sind wie bei den Schweizer Pensionskassen nicht kotierte Gefässe vorhanden, die zum Nettoinventarwert bewertet werden. Bei Immobilien- und Infrastrukturanlagen beeinflussen lediglich die Erträge das Ergebnis. Das führt insgesamt zu geringeren Schwankungen dieser Strategien: In guten Jahren liegen sie tiefer, in schlechten Jahren höher als die ausschliesslich auf kotierte Wertpapiere ausgerichteten Lösungen.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Dezember 2023	2023
Zugerberg Finanz R1	+2.1%	+6.1%
Zugerberg Finanz R2	+2.3%	+8.4%
Zugerberg Finanz R3	+2.3%	+9.6%
Zugerberg Finanz R4	+2.2%	+11.2%
Zugerberg Finanz R5	+1.7%	+9.0%
Zugerberg Finanz RDividenden	+2.0%	+14.4%
Zugerberg Finanz Revo1	+1.7%	+6.5%
Zugerberg Finanz Revo2	+1.6%	+8.7%
Zugerberg Finanz Revo3	+1.6%	+9.9%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.6%	+11.0%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.7%	+12.4%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+1.7%	+15.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+2.8%	-3.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+3.4%	-7.0%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+4.0%	-10.0%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Dezember 2023	2023
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+1.9%	+4.0%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+1.5%	+4.8%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+1.5%	+6.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+1.9%	+6.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+1.3%	+6.9%

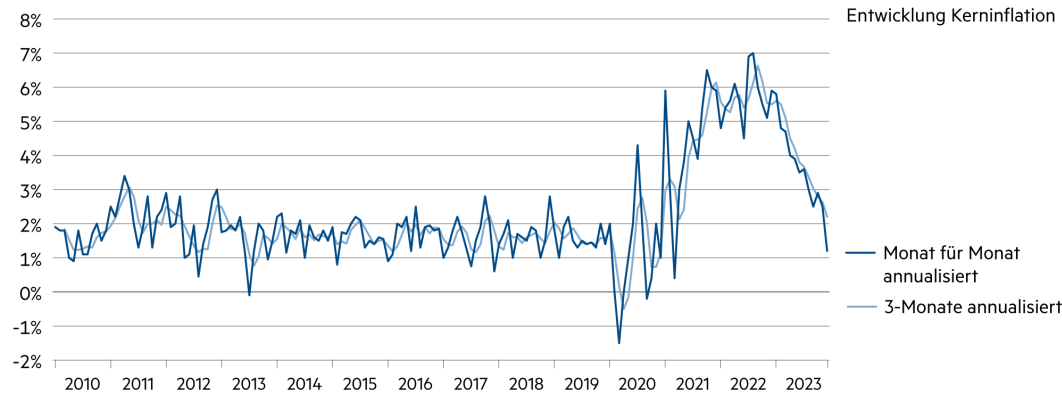
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Dezember 2023	2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+1.7%	+6.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.6%	+8.7%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.6%	+9.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.6%	+11.0%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.7%	+12.4%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+1.7%	+15.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+2.8%	-3.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+3.4%	-7.0%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+4.0%	-10.0%

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

Makroökonomie

Die Kerninflation ist zurück im Zielbereich



Entwicklung der annualisierten Kerninflation in den wichtigsten Volkswirtschaften (Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die eindruckliche Entwicklung der annualisierten Kerninflation verdeutlicht den vorübergehenden Charakter der Inflation. Die mit dem postpandemischen Schub und diversen Angebotsengpässen verbundene Inflation, die weltweit zur restriktivsten Geldpolitik der letzten 50 Jahre führte, ist wieder im Zielbereich. Doch die Leitzinsen der wichtigsten Zentralbanken hinken dieser makroökonomischen Entwicklung hinten nach. Deshalb ist im Laufe des Jahres 2024 mit Leitzinssenkungen zu rechnen.

Die weltweite Inflation ist weiterhin rückläufig. Im Durchschnitt der grossen Gruppe von Volkswirtschaften (die G10-Länder ohne Japan und die aufstrebenden Schwellenländer), die einen starken und unerwünschten Preisanstieg nach der Corona-Krise und dem Beginn des Kriegs in der Ukraine erlebten, betrug die Kerninflation in den letzten drei Monaten auf Jahresbasis 2.2% und im November nur noch 1.3%. Daher erwarten wir nun frühere und aggressivere Zinssenkungen von mehreren grossen Zentralbanken wie der US Federal Reserve (Fed) und der Europäischen Zentralbank (EZB).

Die Verschiebung der geldpolitischen Erwartungen war in den USA besonders abrupt. Anlässlich der Pressekonferenz des Offenmarktausschusses der Fed am 13. Dezember erklärte der Vorsitzende Jerome Powell, dass der Ausschuss die Zinsen senken wolle, «lange bevor» die Inflation auf 2% im Jahresvergleich fällt. Weil die Fed die Politik eines «durchschnittlichen» Inflationsziels von 2% verfolgt, verläuft die Zielbandbreite ungefähr von 1.5% bis 2.5%. Wenn wir die obere Schwelle des Inflationsziels von etwa 2.5% interpretieren, sind

in den USA bald Leitzinssenkungen zu erwarten, weil wir von einem weiteren Rückgang der Inflation ausgehen.

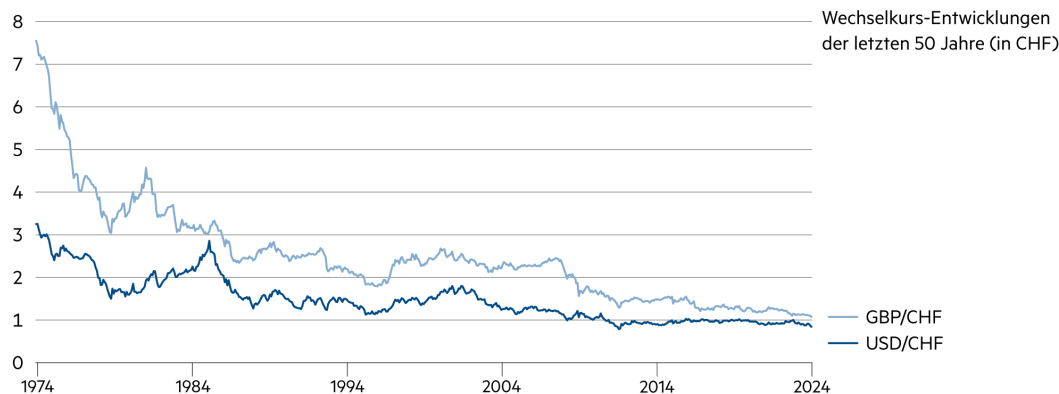
Die Aussage von Powell unterscheidet sich zwar nicht wesentlich von Prognosen bei früheren Sitzungen. Sie erfolgte jedoch vor dem Hintergrund der im November veröffentlichten Konsumenten- und Produzenten-Preisdaten, die beide darauf hindeuten, dass die Kerninflation bereits im Februar 2024 die 2.5% Schwelle erreichen dürfte, bevor sie im Frühjahr weiter auf rund 2% fallen dürfte. Aufgrund der jüngsten Entwicklung lässt sich dies verhältnismässig gut und genau prognostizieren. Da das Ergebnis für Februar auf der Grundlage der Mitte März veröffentlichten Konsumenten- und Produzenten-Preisdaten weitgehend vorhersehbar sein wird, kommen wir zur Einschätzung, dass die erste Zinssenkung von 0.25% auf der Sitzung am 20. und 21. März beschlossen werden dürfte.

Wenn die Fed in den Mai- und Juni-Sitzungen weitere Senkungen von 0.25% vornehmen würde, lägen die Leitzinsen mit 4.5% bis 4.75% immer noch hohe 200 Basispunkte über der Fed-eigenen Einschätzung eines längerfristigen neutralen Leitzinses, sofern die Kerninflation nachhaltig um 2% herumpendelt. Weil die Inflationsaussichten dermassen aussichtsreich sind, bleiben wir mit unseren Zinsprognosen für die nächsten Quartale optimistisch. Denn diese Zinssenkungen sind bei weitem noch nicht in den Kursen von Anleihen mit einer hohen Duration und Aktien eingepreist und dürften die Kapitalmärkte im nächsten Halbjahr erfreuen.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗→	↗	Für die Schweiz prognostiziert das KOF einen Anstieg des sportevent-bereinigten BIP von +1.3%, der sich bis Ende des Prognosezeitraums 2025 erhöhen wird.
Eurozone, Europa	↗→	↗	Der European Labour Market Barometer legte im Dezember 2023 zum ersten Mal seit sieben Monaten zu (+0.2 auf 99.2 Punkte). Die Talsohle scheint durchschritten.
USA	↗→	↗	Man brauchte gute Nerven, um von den kräftigen Aufwärtsbewegungen der US-Aktien zu profitieren. Nun werden erste Zinssenkungsschritte folgen.
Rest der Welt	↗	↗	Der schwächere Dollar hilft im «Rest der Welt» zu einer disinflationären Entwicklung und sorgt wohl für eine überdurchschnittliche Wachstumsphase.

Liquidität, Währung

Der Franken als starke Währung



Wechselkurs-Entwicklungen in den letzten 50 Jahren (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Wechselkursentwicklung des Franken-Anlegers war von steten Abwertungen geprägt. Der Dollar wertete sich im Laufe der letzten 50 Jahre um 80% ab. Beim britischen Pfund waren es sogar 90%. Sich gegen die Dollar-Abwertungen abzusichern, kostet den Franken-Anleger derzeit 3.8% jährlich. Die ständigen Abwertungen lassen sich weitgehend durch die Inflationsunterschiede erklären. Weil in Deutschland respektive in der Eurozone eine niedrigere Inflationsrate als in den USA herrschte, resultierte beim Euro eine geringere Abwertung.

Der Schweizer Franken war im vergangenen Jahr die stärkste G10-Währung und wertete sich gegenüber dem Bloomberg Dollar Spot Index rund 12.6% auf. Doch das Jahr 2023 ist keineswegs ein Einzelfall, sondern ein durchaus typisches Jahr für unsere kleine Volkswirtschaft mit der stärksten Währung der Welt. Weil in anderen Ländern systematische Staatshaushalts- und Leistungsbilanzdefizite vorherrschen, welche oftmals auch mit erhöhten Inflationsraten einhergehen, steuern Währungen wie der amerikanische Dollar, das britische Pfund oder auch der chinesische Renminbi tendenziell auf eine Abwertung gegenüber dem Franken zu. Für die Investoren sind dies hochbrisante Eckpfeiler einer langfristigen Anlagestrategie.

In der Schweiz ist nicht nur die Politik, sondern auch die Haushaltslage balanciert. Die Geld- und Fiskalpolitik ist auf Stabilität getrimmt.

Die demokratisch verankerte Schuldenbremse erweist sich als wirksam, während sie beispielsweise in Deutschland nicht einmal von der Regierung selbst verstanden wird. Volkswirtschaftlich werden in der Schweiz regelmässige Handelsbilanzüberschüsse erzielt. Die Preisstabilität ist dermassen verankert, dass es in den vergangenen Jahren immer wieder zu einer Deflation kam. In 7 der letzten 14 Jahre – also der Hälfte – kam es zu einer leichten Deflation: 2009 (-0.5%), 2012 (-0.7%), 2013 (-0.2%), 2014 (-0.01%), 2015 (-1.1%), 2016 (-0.4%) und 2020 (-0.7%). Eine Inflation wie im Jahr 2023 (+1.4% im Dezember vs. Vorjahr) gilt als verhältnismässig hoch für schweizerische Verhältnisse.






Angesichts dieses moderaten Inflationspfads ist auch nachvollziehbar, weshalb der Eidgenossenschaft langfristiges Kapital zu günstigen Konditionen angeboten wird. Die Schweiz bleibt ein Hort der Stabilität und Solidität. Deshalb erhalten die Anleihen-Investoren von zehnjährigen Eidgenossen lediglich 0.6% Rendite.

Im Ausland locken wesentlich höhere Renditen auf vergleichbaren Staatsanleihen: 3.9% in den USA, 4.0% in Australien, 3.7% in Italien, 3.5% in Grossbritannien, 3.0% in Griechenland und 1.9% in Deutschland. Doch von einem generellen Investment in derartige Anleihen raten wir ab, denn nach Kosten der Währungsabsicherung bleibt nicht mehr viel übrig.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	→↓	→↓	Wer dauerhafte Erträge über der Inflationsrate in der Schweiz (+1.4%) anstrebt, sollte überschüssige Liquidität in einem Wertpapier-Portfolio anlegen.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Mit 0.93 verfügt der Wechselkurs über ein realistisches Erhöhungspotenzial im laufenden Jahr.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↓	↓	Die Kaufkraftparität liegt je nach Berechnungsweise immer noch rund 10% tiefer als das gegenwärtige Niveau von 0.84. Der Dollar hat weiterhin Abwärtspotenzial.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Der Euro ist 25 Jahre alt. Entgegen der landläufigen Meinung befindet sich der Wechselkurs des Euros mit 1.11 nahezu auf seinem Stand von Anfang Januar 1999.

Anleihen

Starker Renditerückgang im 4. Quartal 2023

		Ende 2023	Ende September 2023	Differenz
USA		3.8%	4.6%	-0.8%
Deutschland		1.9%	2.9%	-1.0%
Italien		3.5%	4.9%	-1.4%
Grossbritannien		3.4%	4.4%	-1.0%
Schweiz		0.6%	1.1%	-0.5%

Die Renditeentwicklung von langfristigen Staatsanleihen im 4. Quartal 2023 (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Renditerückgang der zehnjährigen Staatsanleihen fiel im vierten Quartal 2023 besonders stark aus. In vielen Ländern betrug er einen Prozentpunkt oder mehr. Nur gerade in der Schweiz war der Rückgang moderat. Doch das tiefe Niveau von 0.6% hat positive Auswirkungen auf Aktienbewertungen, Unternehmensanleihen und Immobilienmärkte, welche von den Kapitalmärkten bislang noch nicht genügend gewürdigt wurden.

Die Inflation in den USA fiel auf 3.1%, jene in der Eurozone auf zuletzt 2.4%. Deshalb wird es in diesem Jahr mit grösster Wahrscheinlichkeit zu mehreren Leitzinssenkungen kommen. Die Anleihensmärkte haben einen Teil davon im vierten Quartal 2023 bereits vorweggenommen. Nach der Rallye bei den Schweizer Eidgenossen dürfte es im laufenden Jahr schwierig werden, durch ein passives Verhalten eine bessere Performance als die Coupon-Rendite zu erzielen.

Bedeutungsvoller ist jedoch, dass der risikolose Langfristzins auf 0.6% gefallen ist. Das ist die Messlatte, wenn es um Kompromisse zwischen risikolosen und risikobehafteten Anlagen geht. Wer nach einer Balance zwischen Risiko und Rendite strebt, wird sich vor Augen führen müssen, ob er mit dem erwarteten Renditeaufschlag, den er beispielsweise mit Aktien oder Immobilien gegenüber einer risikolosen Eidgenossen-Anleihe erhält, zufrieden ist – und ob dies auch der Fall ist nach der Betrachtung der vermutlich höheren Schwankungsanfälligkeit. Dabei klammern wir die historisch besondere Periode von Dezember 2020 bis Juni 2022 aus. In dieser Zeit der starken Leitzinserhöhungen durch die Schweizerische Nationalbank «rentierte» der Index der Eidgenossen-Anleihen mit -20.1%.

Setzt sich das Schweizer Marktportfolio heute aus SMI-Aktien zusammen, resultiert eine erwartete Gewinnrendite von 6.7%; 6.1% mehr als mit Anleihen. Die 6.1% sind zugleich eine Risikoprämie, weil der Anleger Schwankungen dieses Portfolios erleben dürfte – sieht man von der Periode 2020 bis 2022 ab – welche in der Regel höher ausfallen als jene in einem Portfolio, das sich ausschliesslich aus Staatsanleihen zusammensetzt.

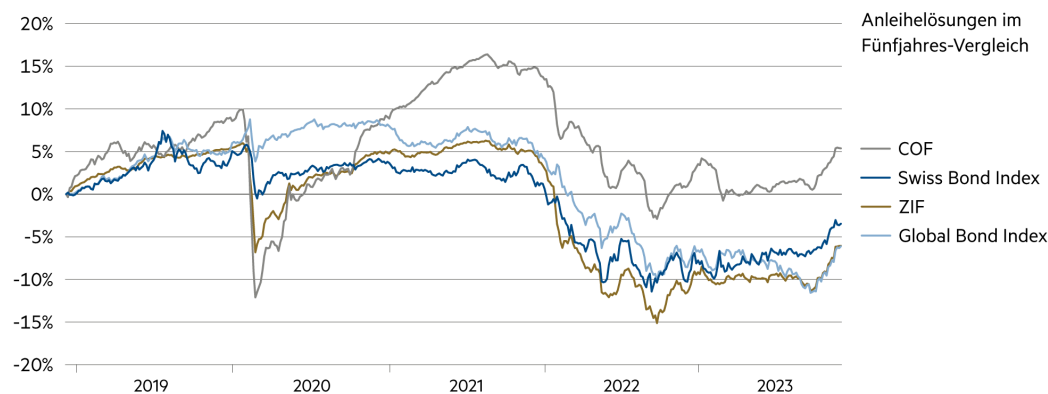
Die Sicherheit des Marktportfolios kann auch durch das Beimischen von Immobilien zulasten der Aktienquote verstärkt werden. Die Renditeaussichten werden dadurch zwar gleichzeitig etwas reduziert, aber die Ertragsschwankungen sind aufgrund der stabilen Mieterträge geringer. Die Cash Flow-Nettorendite von durchschnittlichen Schweizer Immobilienanlagen liegt mit etwa 2.4% höher als die Rendite von Eidgenossen, aber deutlich tiefer als bei den Aktien. Immobilienanlagen sind dafür mit einem gesetzlich verankerten Inflationsschutz verbunden, was über eine längere Periode ein Mietpreiserhöhungspotenzial erzeugt, währenddem es die Anleihen als Nominalwerte kaum schaffen dürften, in den kommenden Jahren die Inflationsrate zu übertreffen.

Das Capital Asset Pricing Model, das auf der modernen Portfoliotheorie von Harry Markowitz basiert, dem im Juni 2023 verstorbenen Nobelpreisträger, beinhaltet im Kern die Kapitalanlageempfehlung der Diversifikation: Man solle nicht alle Eier in einen Korb legen. Das CAPM zeigt auf, wie die erwartete Rendite bei gegebenem Risiko erhöht oder das Risiko bei gegebener erwarteter Rendite gemindert werden kann. Selbstverständlich fliessen solche Gedanken auch heute noch, nach fast 60 Jahren seit der Entwicklung des CAPM, in unser Handeln mit ein.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→↗	↗	In der aktuellen Konjunkturphase erscheinen uns (währungsgesicherte) langfristige USD- und EUR-Staatsanleihen weiterhin attraktiver als CHF Staatsanleihen.
Unternehmensanleihen	→↗	↗	Im Bereich der längeren Laufzeiten mit festen Coupons sehen wir weiterhin noch Kurserholungspotenzial. Wir verfolgen dieses Segment mit einer hohen Bonität.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Der Markt für hybride Anleihen dürfte sich zum attraktivsten Anleihe-segment im Jahr 2024 entwickeln. Das Erholungspotenzial bleibt beträchtlich.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Guter Jahresabschluss



Anleihenslösungen im Fünfjahres-Vergleich (Grafik: Zugerberg Finanz)

Über das ganze Jahr 2023 betrachtet zahlten sich die Schritte, die wir im Zugerberg Income Fund (ZIF) wie auch im Credit Opportunities Fund (COF) eingeleitet hatten, aus. Während der von Staatsanleihen geprägte Weltanleihensindex, in Franken gesichert, im Jahr 2023 2.5% zulegte, vermochte der ZIF mit +6.1% eine deutlich höhere Rendite zu erzielen. Der COF legte weniger stark zu (+4.5%).

Die meisten grossen Schweizer Anleger verwenden als Messlatte für ihre Anleihen den Weltanleihensindex («Global Aggregate Total Return Index Hedged CHF»), in Franken abgesichert. Damit erzielten sie in den vergangenen fünf Jahren eine Netto Rendite von -6.0%. Das ist exakt deckungsgleich mit der Fünfjahres-Rendite des Zugerberg Income Fund. Auf ein einzelnes Jahr umgerechnet ergibt dies eine Rendite von -1.2%. Die gleiche Rendite soll aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich der Weg dahin unterschied.

Im Weltanleihensindex dominieren Staatsanleihen, die sich insbesondere im März 2020 (Explosion der weltweiten Corona-Pandemie) als wertstabiler erwiesen. Bis Mitte Juni 2021 wurde diese Differenz durch den Zugerberg Income Fund jedoch wieder wettgemacht. Nach dem Ausbruch des Kriegs in der Ukraine fiel der ZIF stärker als der Weltanleihensindex. Erneut dauerte es rund fünf Quartale, ehe der Unterschied wieder wettgemacht wurde.

Der ZIF verfügt über ein Rating von stets guter Qualität. Derzeit liegt es bei einem «A-» Rating. Der Weltanleihensindex hat mit seinem hohen Anteil an Staatsanleihen eine höhere Wertstabilität in Krisen, verliert aber auch gleich an Attraktivität, wenn sich die

Weltwirtschaft stabilisiert. Den ZIF zeichnen die höheren Kreditrisikoaufschläge gegenüber den entsprechenden Staatsanleihen aus. Durch aktives Handeln werden Unternehmen eliminiert, sofern sich Finanzierungsschwierigkeiten abzeichnen. In den vergangenen fünf Jahren kam es zu rund 1'000 Transaktionen im ZIF.

Der Swiss Bond Index ist weltweit ein exotischer Index, weil er extrem klein und kaum diversifiziert ist. Im Wesentlichen wird er von den eidgenössischen Anleihen geprägt. Das verhalf ihm in der zweiten Jahreshälfte 2023 zu einer (nicht nachhaltigen) Überperformance gegenüber dem Weltanleihensindex. Insgesamt resultierte über die vergangenen fünf Jahre allerdings trotzdem eine Rendite von mageren -3.7% (-0.74% jährlich). Zudem scheint das Erholungspotenzial im Swiss Bond Index praktisch erschöpft, während es im Zugerberg Income Fund weiterhin intakt bleibt.

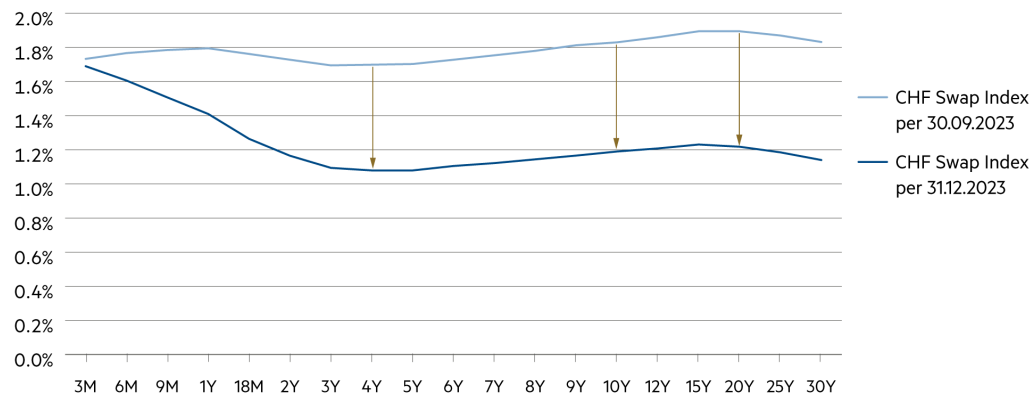
Positiv sieht die Fünfjahresbilanz für den Credit Opportunities Fund mit einer Rendite von +5.4% (+1.1% jährlich) aus – trotz Pandemie, Krieg, Inflation, einer hartnäckigen Negativ- und Nullzinsphase und teils extremen Finanzierungsschwierigkeiten für Immobilien- und Detailhandels-Unternehmen. Die Geduld, investiert zu bleiben, hat sich insgesamt gelohnt. Das Erholungspotenzial hält an. Es wird in den kommenden zwei Jahren darum gehen, das Portfolio sachte über das bisherige Höchst zu führen. Seit der Anleihefonds vor rund elf Jahren aufgesetzt wurde, hat er eine positive Rendite von jährlich +2.0% erzielt. Er wird für seine langfristige Überperformance von der Fonds-Ratingagentur Morningstar mit der Höchstnote (fünf Sterne) bewertet.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	+6.1%	+4.5%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-8.4% (-1.6%)	+25.2% (+2.0%)
Anteil positiver Renditemonate	53%	66%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	133 BP (-17 BP)	557 BP (-99 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A-	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

Tiefere Zinsen als wichtiger Faktor



Schweizer Franken Swap Index (Quelle: Bloomberg CHF SARON Swap Spread Kurve | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im vergangenen Jahr übertraf die Rendite von unseren Immobilien- und Infrastrukturwerten mit +19.4% jene der Aktien mit +17.8%. Das war eine Überraschung, denn ertragsstabile Werte machen selten derartige Gesamtergebnisse aus. Zwei Faktoren begünstigten diese Entwicklung: Einerseits befanden sich zahlreiche Infrastrukturwerte wie der Flughafen Zürich immer noch in ihrer postpandemischen Erholung. Andererseits sorgten die tieferen Langfristzinsen für eine höhere Bewertung.

Die Stimmung vor einem Jahr war für die Immobilienbesitzer bedrückt. Die ganze Branche der Schätzer machte sich Gedanken über «faire» Marktpreise im Umfeld inflationsgetriebener Zinsanstiege. Die Finanzierungskosten stiegen mit dem SNB-Leitzinssatz an. Saron-Hypotheken kosteten alsbald 2.5%. Die Immobilienschätzer wendeten oftmals sogar noch höhere Diskontsätze an.

Entsprechend sanken die Bewertungen von Renditeliegenschaften, wobei der Preiseffekt bei Wohnliegenschaften grösser war als bei Geschäftliegenschaften. Die höhere Sensitivität bei Wohnrenditeliegenschaften lässt sich aus der höheren Duration ableiten. Bei Geschäftliegenschaften ist die Duration geringer. Typische Eigenschaften wie fixe Vertragsdauern (z. B. 5 Jahre) oder höhere Inflationsindexierungen bei Geschäftsmietverträgen verringern die Preissensitivität.

Nun hat sich mit den sinkenden Inflationsraten und der Aussicht auf tiefere Fremdkapitalkosten das Bild fundamental verändert. Die Franken Swap-Sätze sind im vierten Quartal massiv gefallen. Im 4-jährigen Bereich fiel der Swap-Satz von 1.70% auf 1.07% (-62 Basispunkte), im 10-jährigen Bereich war der Rückgang von 1.83% auf

1.19% (-64 Basispunkte) sogar noch ausgeprägter. Am stärksten war die Veränderung im ganz langfristigen Bereich zu spüren.

Die Swap-Sätze dienen den kreditgebenden Banken, Versicherungen und Pensionskassen als Referenzgrösse. Für einen typischen Hypothekarkredit kommt noch eine kundenspezifische Marge von rund 0.8% dazu. Das heisst, dass längerfristige Hypothekarkredite wieder zu rund 2% abgeschlossen werden können. Von diesem Niveau geht eine stark stabilisierende Wirkung auf die verschiedenen Immobilienmärkte aus, die vor wenigen Monaten noch kaum hätte erträumt werden können.

Nun ist offensichtlich, dass sich der Wohneigentumsmarkt aufhellen wird. Die Zurückhaltung potenzieller Wohneigentümer, die 2023 angesichts erhöhter Inflation und Hypozinsen nachvollziehbar war, wird sich in diesen Monaten legen. Auf den Frühjahrs-Immobilienmessungen dürfte es wieder zu regen Transaktionen kommen. Auch die Erholung der Marktwerte von Mehrfamilienhäusern ist absehbar. Einerseits werden die Leerstände 2024 weiter sinken, und andererseits dürfte gemäss Immobilienexperte FPRE «die hohe Nachfrage in vielen Regionen für einen Anstieg der erzielbaren Marktmieten sorgen».

Weiteres Potenzial sehen wir auch in unseren Infrastruktur-Investments. Tiefere Langfristzinsen sorgen für tiefere Kapitalkosten und damit höhere Cash Flows. Hinzu kommen diverse Leistungsverbesserungen wie z. B. mehr Passagiere, mehr Detailhandelsvolumen und höhere Mieterträge für den Flughafen Zürich. Das dürfte zu einer höheren Bewertung führen.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗→	↗	Die Festhypotheken im Bereich 3 bis 5 Jahre sind viel attraktiver und günstiger als Saron-Hypotheken geworden. Die Swap-Sätze fielen auf 1.07% (1.70% per 30.09.).
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	→	Angesichts der tiefen Langfristzinsen stossen qualitativ gute Immobilienanlagen im In- und Ausland wieder auf verstärktes Investoreninteresse.
Immobilienfonds CH	↗	↗	In den Jahren 2024/25 dürften die Anwendung tieferer Diskontsätze für Aufwertungen und höhere Agios sorgen – insbesondere bei einer Topqualität.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗↗	↗	Die Infrastruktur-Performance im Jahr 2023 trug im balancierten Portfolio R3 1.0% zur Gesamtergebnisse bei. Das Gewicht lag bei 4.8% und die Rendite bei +19.4%.

Aktien

Tiefere Zinsen sorgen für höhere Bewertungen

Wir beobachten vielerorts eine zögerliche Haltung gegenüber Aktien. Viele professionelle Akteure scheinen immer noch von strukturell hohen Zinsen und erhöhten Inflationsraten auszugehen. Wir betrachten aber die Rückkehr zu tieferen Zinsen nicht nur als vorübergehend, sondern als dauerhaft. Entsprechend gehen wir davon aus, dass es gerade bei Schweizer Aktien zu höheren Bewertungen kommen wird.

Wir betrachteten zuvor die tiefen risikolosen Zinsen und die hohe Wahrscheinlichkeit, dass das Zinsniveau tief bleiben wird. Dies ist wohl der wichtigste Faktor, welcher den Aktienmarkt stützen wird.

Um diesen Gedanken zu verdeutlichen, gehen wir einem Beispiel nach. Wir finden ein Unternehmen, das aufgrund seiner Marktstellung über eine verlässliche Gewinngenerierung verfügt. Dabei gehen wir nicht von einer Gewinnsteigerung aus. Aber natürlich würden wir uns über einen möglichst hohen gegenwärtigen Aktienkurs respektive Unternehmenswert auf den Kapitalmärkten erfreuen, weil wir da bereits investiert sind.

Mit dem Diskontierungsfaktor können die zukünftigen Erträge abdiskontiert werden, d. h. es wird durch den risikolosen Zinssatz der Zeitwert des Geldes berücksichtigt. Hinzu kommt eine Risikoprämie als Entschädigung für das systematische Risiko, aber zur Illustration der Wirkung von tieferen Eidgenossen-Renditen auf die Aktienkursbewertungen klammern wir die Risikokomponente aus.

Erzielt eine Unternehmung in den nächsten 30 Jahren jährlich je 10 Franken Gewinn, berechnet sich der gegenwärtige Unternehmenswert, den sog. Barwert aller Gewinne in der Zukunft, bei einem Diskontierungsfaktor von 3.0% wie folgt:

	2024	2025	2026	2027	2028	usw.
Barwert =	10	+ 10 / 1.03	+ 10 / 1.03 ²	+ 10 / 1.03 ³	+ 10 / 1.03 ⁴	+ ...
196 [Fr.] =	10	+ 9.71	+ 9.43	+ 9.15	+ 8.88	+ ...

Bei einem Abzinsungsfaktor, welcher der Rendite des langfristigen Eidgenossen entspricht (0.6%), ergibt dieselbe Berechnungsmethode einen Barwert von 273. Das sind 39% mehr.

	2024	2025	2026	2027	2028	usw.
Barwert =	10	+ 10 / 1.006	+ 10 / 1.006 ²	+ 10 / 1.006 ³	+ 10 / 1.006 ⁴	+ ...
273 [Fr.] =	10	+ 9.94	+ 9.88	+ 9.82	+ 9.76	+ ...

Daraus kann gelernt werden, dass der Zinssatz, mit dem zukünftige Erträge abgezinst werden, eine überragende Bedeutung in der Berechnung des Barwerts hat. Was man auch noch wissen muss: Die meisten professionellen Akteure gehen derzeit immer noch von strukturell erhöhten Inflationsraten und Zinsen aus. Sie sind zögerlich in der Anpassung ihrer Modelle und verpassen dadurch unter Umständen den gegenwärtigen Trend der Höherbewertung von Realanlagen im Zuge sinkender Zinsen.

Ob wir hier die «richtigen» Zinssätze verwenden oder nicht, spielt keine entscheidende Rolle. Wichtig ist, dass der Barwert stets höher liegt, je tiefer der Diskontierungsfaktor ist. Dieser Faktor wird verstärkt, sofern wir von steigenden Gewinnen in der Zukunft ausgehen können.

Bei einem marktführenden Unternehmen kann man davon ausgehen, dass es aufgrund von organischen sowie akquisitorischen Wachstumsimpulsen bei gleichzeitigen Produktivitätsverbesserungen und geringeren Finanzierungskosten in den kommenden Jahren möglich sein dürfte, die Gewinne nachhaltig zu steigern. Derartige Unternehmen (z. B. Nestlé, Sika, Schneider Electric usw.) geniessen deshalb einen festen Platz in unseren Portfolios.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Gegenüber der risikolosen Anlage von 0.6% finden wir die Risikoprämie, die man auf dem Aktienmarkt erhält, attraktiv. Am selektiven Vorgehen halten wir fest.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Aussergewöhnlich viele europäische Aktien sind angesichts der vielversprechenden Wachstums- und Cash Flow-Aussichten weiterhin günstig bewertet.
Aktien USA	↗→	↗	In den USA gibt es eine Reihe von KI-orientierten Unternehmen, die wir im Depot halten, weil wir von diesem säkularen Wandel profitieren möchten.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Mit der Schwäche des Dollars gewinnt die Attraktivität von Schwellenländer-Anlagen. Allerdings würden wir nicht in autokratisch regierte Länder investieren.

Alternative Anlagen

Listed Private Equity als wertvolle Diversifikation



Schweizer Aktienindex vs Listed Private Equity im Jahr 2023 (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im vergangenen Jahr erzielten wir mit unserer Diversifikation in den Listed Private Equity Bereich eine Outperformance von rund 20% gegenüber dem Swiss Market Index. Der grösste Teil davon wurde in den letzten beiden Monaten erzielt, als sich der weltweite Trend zu anhaltend tieferen Inflationsraten und deutlich besseren Finanzierungskonditionen abzuzeichnen begann.

In den letzten zehn Jahren erzielte man mit sogenannten «Listed Private Equity» eine Outperformance von mehr als 70% gegenüber den Aktienmärkten. Das entspricht einer jährlichen Mehrrendite von rund 6% gegenüber den börsennotierten Gesellschaften. Allerdings muss man auch über eine höhere Schwankungs- respektive Risikobereitschaft verfügen, damit man derartige Vehikel in einem Portfolio einsetzen kann.

In unserer Risikoklasse 1 gibt es keine Möglichkeit, Listed Private Equity einzusetzen. Das haben wir ausgeschlossen, weil da besonders risikoarme Wertpapiere zum Einsatz gelangen sollen und wir die Volatilität des entsprechenden Portfolios möglichst gering zu halten versuchen.

Mit zunehmender Risikoneigung erhöht sich der entsprechende Einsatz von «alternativen Anlagen» in unserer Portfoliologik. In der ausgewogenen Strategie R3 liegt das Gewicht bei 6%. Manche mögen sagen, es seien «nur» 6%, andere wiederum empfinden dies als stattlich. Jedenfalls hat das entsprechende Portfoliogewicht je nach Risikoklasse bis zu einem Prozentpunkt zur Überperformance gegenüber einer Allokation in Schweizer Aktien im Jahr 2023 geführt. Nicht zu unterschätzen ist auch der Diversifikationseffekt.

Dieser resultiert daraus, dass sich immer mehr Unternehmen entschieden haben, sich nicht an den öffentlichen Märkten kotieren zu lassen.

Inhaltlich ist unser Portfolio-Bestandteil Listed Private Equity im Wesentlichen durch einen Fonds breit diversifiziert, wie wir im Vormonat berichteten. Darin eingebunden sind rund 30 Privatmarkt-Beteiligungsgesellschaften, welche ihrerseits wiederum mindestens zehn Unternehmen in ihrer Bilanz halten. Dem Fonds liegen so schätzungsweise rund 500 Portfoliogesellschaften zugrunde. Sie werden selektiert und in ihrem Wachstum gefördert von bekannten Beteiligungsgesellschaften wie der kanadischen Onex (welche die erfolgreiche SIG Group an die Schweizer Börse brachte), der britischen HgCapital (welche über mehrere herausragende IT-Unternehmen für den europäischen KMU-Markt verfügt) und der amerikanischen KKR (welche für ihr ausgezeichnetes Private Market Portfolio weltberühmt ist).

Diese breite Diversifikation über verschiedenste Branchen und geografische Märkte hinweg macht diesen Portfolio-Bestandteil sehr robust. Weil es sich strukturell um eher kleinere und mittlere Unternehmen mit einem gewissen Anteil an Fremdkapital handelt, bleibt jedoch die Zinssensitivität deutlich höher als bei den cashflowstarken US-Konzernen wie Apple und Microsoft. Die Aussichten für Listed Private Equity im laufenden Jahr verbesserten sich durch den Trend zu tieferen Zinsen stark. Zudem hat sich das IPO-Fenster wieder geöffnet und die M&A Transaktionen dürften wieder zunehmen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Mit -12% (in Dollar), -15% (in Euro) und -20% (in CHF) fiel der globale Rohstoffindex im vergangenen Jahr deutlich und trug zur Disinflation bei.
Gold, Edelmetalle	→	↗→	Mit zuletzt 1'732 CHF/Unze lag der Goldpreis magere 2.6% höher als zu Jahresbeginn.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Der Nischenmarkt von ILS sowie von nachrangigen Versicherungsanleihen bleibt auch im 2024 attraktiv, unterstützt von einem verhältnismässig geringen Volumen.
Private Equity	↗	↗	Die «Listed Private Equity» Lösung in unserem Portfolio dürfte auch im Jahr 2024 eine Überperformance erzielen. Die Rahmenbedingungen sind ausgezeichnet.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)					
		31.12.2023	12/2023	2023	2022	2021	2020
Aktien							
SMI	CHF	11'137.8	+2.6%	+3.8%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'571.2	+2.4%	+6.1%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	16'751.6	+0.7%	+13.1%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'543.2	+0.6%	+9.6%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	30'351.6	-0.5%	+20.4%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'733.2	+0.6%	-0.3%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'521.7	+0.5%	+12.1%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	37'689.5	+0.6%	+3.5%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'769.8	+0.2%	+13.1%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	15'011.4	+1.2%	+30.6%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	33'464.2	+0.9%	+8.6%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	72'240.3	+3.7%	+7.4%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	3'169.2	+0.5%	+10.8%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	1'023.7	-0.5%	-2.6%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	155.4	+2.5%	+2.2%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.4	+3.4%	+4.2%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	339.5	+3.4%	+8.7%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	265.6	+3.7%	+4.5%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	179.5	+2.3%	+12.5%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	141.7	+2.9%	-0.5%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	181.6	+3.4%	+4.8%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	181.7	+0.9%	+5.7%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	188.5	+3.9%	+3.5%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	586.4	+3.3%	+8.5%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	164.6	+2.5%	+5.9%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	287.1	+2.6%	+9.8%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	55'805.8	-2.6%	+0.8%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	98.6	-7.1%	-20.4%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'339.8	+5.8%	+5.4%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8414	-3.9%	-9.0%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9289	-2.5%	-6.1%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5965	+1.7%	-15.4%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.0716	-3.0%	-4.2%	-9.3%	+1.9%	-5.7%

Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden, allgemein zugänglichen Quellen. Für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation richtet sich ausschliesslich an Kunden/Interessenten aus der Schweiz und die rechtlichen Hinweise im Impressum auf www.zugerberg-finanz.ch finden entsprechend Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung. Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lussiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.12.2023; Wirtschaftsdaten per 31.12.2023; Wirtschaftsprognosen vom 31.12.2023; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.