



Villettpark, Skulptur Ikarus, Zugersee Cham (Foto: Andreas Busslinger)

Optimistisch, mit zittrigen Knien

Viele Anleger starteten mit zittrigen Knien ins neue Jahr, doch wurden sie schon alsbald von einer moderat optimistischen Perspektive eingeholt. Das Bruttoinlandsprodukt wuchs im vierten Quartal 2022 sowohl in der Europäischen Union wie auch in den USA. Ein robuster Arbeitsmarkt bei einer mässigen Lohnentwicklung sowie ein anhaltend hoher Auftragsbestand in der Industrie sorgten für Optimismus. Hinzu kamen fallende Energiepreise und sinkende Inflationsraten diesseits und jenseits des Atlantiks. Ausserdem kam die schnelle Öffnung Chinas als «Game Changer» hinzu.

In den letzten zwei Monaten wurden die Wirtschaftsprognosen für die wichtigsten Volkswirtschaften der Welt um 0.8% bis 1.0% erhöht. Zugleich nahm die Wahrscheinlichkeit einer Rezession ab. Das liess die Kapitalmärkte erfreulich ins Jahr 2023 starten. Der Optimismus liess sich auch nicht durch die jüngsten Leitzinserhöhungen verdrän-

gen. Vielmehr lagen die Erhöhungen um 0.25% auf 4.75% in den USA und um 0.50% auf 3.00% im Euroraum im Rahmen der Erwartungen. Wichtiger war, dass die Phase der sehr steilen Leitzinserhöhungen gebrochen ist. Nun ist das Ende des Erhöhungszyklus absehbar.

Eine Unsicherheit bleibt: Die höheren Leitzinsen entfalten ihre volle Bremswirkung erst im Laufe des Jahres, doch verstärkt sich das Szenario einer sanften Landung in den USA, einer wachsenden Wirtschaft in Europa ab Frühjahr 2023 und einer stark wachsenden Wirtschaft in China (mindestens +4.5%) sowie in Indien (+7.5%). Die Weltwirtschaft surft auf eine Wachstumswelle zu, die sie 2.9% höher tragen dürfte. Vom schwachen Dollar profitiert nicht nur Europa, sondern profitieren insbesondere auch die Schwellenländer.

Erfreulicher Start ins Jahr 2023

Alle Anlageklassen legten im Januar zu. Bei den Anleihen waren es 2% bis 3%. Bei den Aktien, Immobilien und Infrastrukturfässen gab es teils imposante Reaktionen auf das miserable 2022. Einzelne unserer Portfolio-Wertpapiere legten bereits im Januar um bis zu 20% und mehr zu: Swissquote (+23%), Sika und Lonza (je +17%), Saint-Gobain und Flughafen Zürich (+16%), Holcim (14%) sowie Swiss Life, Veolia und Mutares (+13%). Das führte insbesondere dazu, dass Strategien mit einem hohen Aktienanteil im Januar deutlich zulegten. Die Entwicklung kann als erfreulicher Start betrachtet werden, weil damit etwa ein Drittel des Papierverlustes aus dem Vorjahr bereits wieder wettgemacht wurde. Für den weiteren Verlauf bleiben wir zuversichtlich. Es ist weiterhin mit schwankenden Kursen auf den Kapitalmärkten zu rechnen, die wir aktiv

nutzen werden.

In der Risikoklasse 1 überwiegen Anleihen mit einem defensiven Charakter. Diese Strategien legten zwischen 2.7% (Freizügigkeit R1) und 3.7% (Revo1) zu. Die balancierten Portfolios stiegen bis zu 5.6%. In der Risikoklasse 4 und 5 sowie in der Dividenden-Strategie waren die Renditen im Januar noch höher (RevoDividenden +8.4%). Im Frühjahr 2023 erwarten wir rekordhohe Dividendenausschüttungen in allen Portfolios.

Sehr gut entwickelten sich auch die DecarbRevo-Lösungen mit ihrem Schwergewicht auf erneuerbaren Energien und Dekarbonisierung der Weltwirtschaft. Die Januar-Renditen lagen bei 4.6% bis 7.5%.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

Wertentwicklung der Strategien*

	Januar 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	+3.5%	+3.5%
Zugerberg Finanz R2	+4.7%	+4.7%
Zugerberg Finanz R3	+5.4%	+5.4%
Zugerberg Finanz R4	+5.8%	+5.8%
Zugerberg Finanz R5	+4.9%	+4.9%
Zugerberg Finanz RDividenden	+6.9%	+6.9%
Zugerberg Finanz Revo1	+3.7%	+3.7%
Zugerberg Finanz Revo2	+4.8%	+4.8%
Zugerberg Finanz Revo3	+5.6%	+5.6%
Zugerberg Finanz Revo4	+6.3%	+6.3%
Zugerberg Finanz Revo5	+6.8%	+6.8%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+8.4%	+8.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+4.6%	+4.6%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+6.1%	+6.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+7.5%	+7.5%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

Wertentwicklung der Strategien*

	Januar 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+2.4%	+2.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+2.7%	+2.7%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+3.4%	+3.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+4.0%	+4.0%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+4.5%	+4.5%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

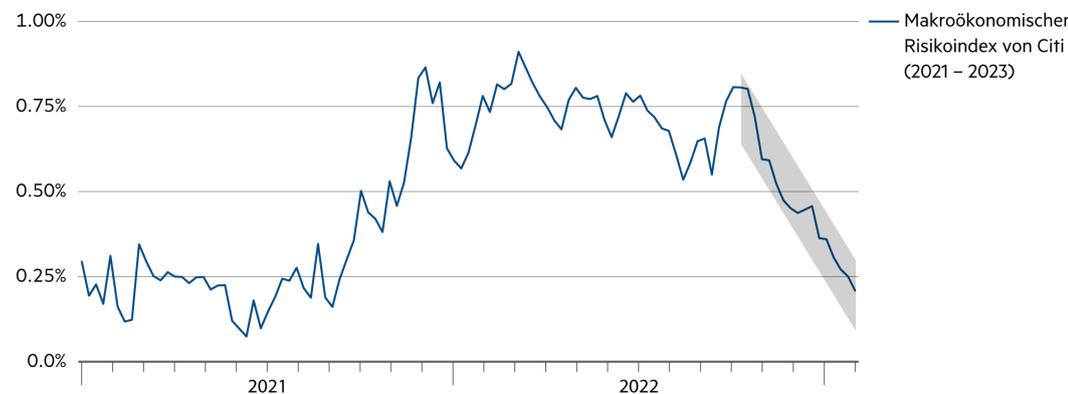
Wertentwicklung der Strategien*

	Januar 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+3.7%	+3.7%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+4.8%	+4.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+5.6%	+5.6%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+6.3%	+6.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+6.8%	+6.8%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+8.4%	+8.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+4.6%	+4.6%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+6.1%	+6.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+7.5%	+7.5%

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

Makroökonomie

Der Weltwirtschaft geht es besser



Makroökonomischer Risikoindex von Citi (2021 - 2023) (Quelle: Citi Macro Risk Index | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Weltwirtschaft steht auf besseren Füßen als vor einem halben Jahr. Die Risiken gingen zurück. Die US-Zwischenwahlen fielen für den amtierenden Präsidenten Joe Biden überraschend positiv aus. Die US-Inflationsraten sinken, ebenso jene in Europa. Mit der raschen Öffnung Chinas konnte man nicht rechnen, auch nicht mit einem derart starken Rückgang der Energiepreise. Der Weltwirtschaft geht es zwar besser, aber es geht ihr noch nicht gut.

Die Rezessionswahrscheinlichkeit hat sich global zurückgebildet. Die jüngsten Prognosen für die weltwirtschaftliche Entwicklung im laufenden Jahr wurden auf 2.9% Realwachstum angehoben, etwa 0.8% mehr als vor 60 Tagen. Starke konjunkturelle Aufwärtsrevisionen erfuhren Westeuropa (Deutschland!) und China. Der makroökonomische Risikoindex der Citibank bildete sich massgeblich zurück, was positiv zu beurteilen ist. Auf den Kapitalmärkten zeigte sich dies am Rückgang der Volatilität von Aktien- und Anleihensmärkten.

Auch die diversen Sentiment-Indizes befinden sich nach einer Delle am Ende des dritten Quartals 2022 weltweit wieder im Steigen. Insbesondere in Westeuropa haben sich das Geschäftsklima wie auch das Konsumentenvertrauen spürbar verbessert. An den sensiblen Anleihensmärkten zeigt sich dies darin, dass die Kreditrisikoprämien sowohl in den USA wie auch in Europa seit rund sechs Monaten rückläufig sind.

Preislich nahm der rückläufige Trend sowohl bei den Produzenten-

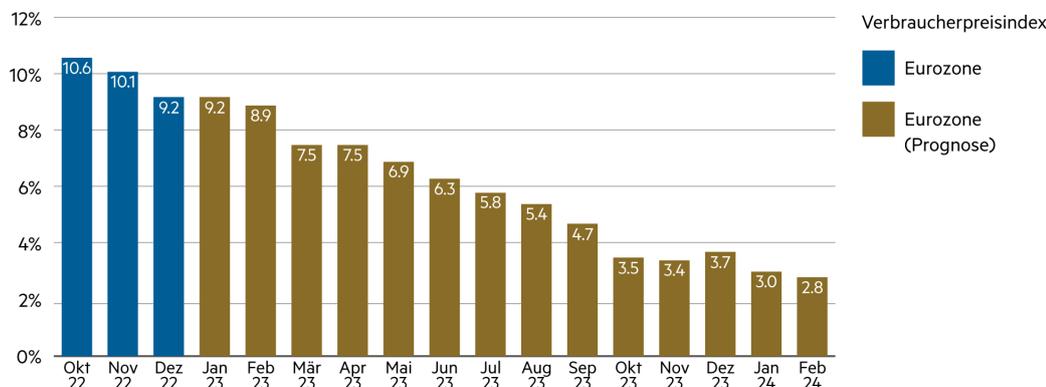
preisen wie auch bei den Verbraucherpreisen Fahrt auf. Jedenfalls ist der Boden genährt, dass sich die rückläufigen Inflationsraten in diesem Jahr zur positiven Überraschung entwickeln könnten. In den letzten drei Monaten war die Inflation in den USA klar unter 3% (auf annualisierter Basis) gefallen, im Euroraum ebenfalls nur noch moderate 3.5%. Aber selbst wenn man 12-Monats-Durchschnittswerte heranzieht, sieht die Entwicklung gut aus. Die Kerninflation in den USA, die von der Federal Reserve besonders genau beobachtet wird und sich am effektiven Warenkorb orientiert (die sog. «Personal Consumption Expenditures» Teuerung respektive die PCE Inflation), ist im Dezember auf 4.4% gesunken.

Der Blick sollte aber nicht allzu stark auf die USA (22% des Weltsozialprodukts) gerichtet sein, sondern auf den viel grösseren Beitrag des euroasiatischen Kontinents mit Europa, China und Indien. Da haben sich in jüngster Zeit erhebliche Verbesserungen ergeben. Indien etabliert sich in rasendem Tempo als Werkplatz-Alternative zu China. Im IT-Bereich ist Indien längst schon der bedeutendste Standort für Software-Entwicklung und Hardware-Betreuung. China liberalisierte ihre Covid-Politik und katapultierte ihre Volkswirtschaft mit 1.4 Milliarden Einwohnern auf einen sich beschleunigenden Wachstumspfad, der weit über dem Trend der letzten drei Jahre liegt. Davon profitiert Europa wesentlich. Aufgrund der anhaltenden Spannungen zwischen der Volksrepublik und den Vereinigten Staaten bleibt der transpazifische Handel dagegen weit hinter seinem Potenzial zurück.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Für die Schweiz steht ein Jahr mit einem unterdurchschnittlichen Wirtschaftswachstum (+1.3%) an – mit einer Beschleunigung im 2. Halbjahr.
Eurozone, Europa	↗	↗	Die Rezession ist abgesagt. «Die Zahlen sind nicht gut, aber bei Weitem besser als noch vor kurzem befürchtet», sagte jüngst der deutsche Wirtschaftsminister.
USA	→	↗	Die Volkswirtschaft kühlt sich ab. Im vierten Quartal betrug das reale BIP-Wachstum annualisiert 2.9%. Der Arbeitsmarkt bleibt robust und resilient.
Rest der Welt	↗	↗	Die wirtschaftlichen Aussichten insbesondere in Schwellenländern verbesserten sich durch die Abschwächung des Dollars. Die BIP-Prognosen nehmen zu.

Liquidität, Währung

Purzelnde Inflationsprognosen



Die Inflation in der Eurozone tendiert nach Eurostat in 12 Monaten auf unter 3% (Quelle: Bloomberg Finance, Eurostat, 30. Januar 2023 | Grafik: Zugerberg Finanz)

2022 war ein Jahr mit heftigen Inflationsraten. Zuversichtlicher sind viele Fachleute für das neue Jahr. Immer mehr Institutionen korrigieren ihre Vorhersagen für die Teuerung nach unten. Dies gilt sowohl für die beiden wichtigsten Volkswirtschaften (Deutschland, Frankreich) wie auch für den Euroraum insgesamt. Gut möglich ist, dass der Rückgang der Inflation genauso unterschätzt wird wie zuvor ihr Anstieg.

Nach der Berechnungsweise des Verbraucherpreisindizes (VPI) dürften allein die rückläufigen Energiepreise einen Beitrag von -4% zur Teuerungsentwicklung im laufenden Jahr beitragen. Das reputierte ifo-Institut ging in der Herbstprognose noch von einer Inflation von 9.3% für Deutschland für das Gesamtjahr 2023 aus; mittlerweile erwartet es «nur noch» 6.4% im Durchschnitt, d. h. am Jahresende deutlich weniger. Noch tiefer liegt inzwischen die Erwartung des gewerkschaftsnahen Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) mit 5.1%.

Uns interessieren die Jahresdurchschnittswerte (die sich insbesondere aus den Monatswerten Juni und Juli 2023 ergeben) weniger als die Jahresendwerte 2023. Denn die Lohnverhandlungen verlagern sich jeweils gegen das Jahresende, und mit dem eindrücklichen Sinkflug der Inflation verringert sich die Wahrscheinlichkeit von verfestigten Zweit- und Drittrundeneffekten. Die bisher beobachteten Tarifabschlüsse zeugten von einem gesunden Augenmass. Gewiss wollen wir nicht zu früh den Abgesang auf die hohe Inflation anstimmen, aber mit jedem Monat wächst derzeit die Zuversicht, dass der fallende Inflationstrend Fahrt aufnimmt.

Ungewiss bleibt der Einfluss des starken Wachstums in China. Erste Daten vom chinesischen Neujahr deuten darauf hin, dass der Konsum einen über Erwartungen starken Anstieg erfuhr. Zumindest eine Stabilisierung der Rohstoffpreise sollten daraus resultieren. Vermutlich trifft das Szenario von höheren Rohöl- und Industriemetallnotierungen im Laufe des Jahres eher ein. Ein Fass Rohöl könnte durchaus bald wieder 100 Dollar kosten, doch die Europäer können sich zurücklehnen. Die Öffnung Chinas sorgt für einen bullischen Auftrieb des Euro. Einen dämpfenden Einfluss auf das Rohöl hat dagegen die abkühlende Wirtschaft in den Vereinigten Staaten. Da war die Konsumneigung zuletzt enttäuschend schwach.

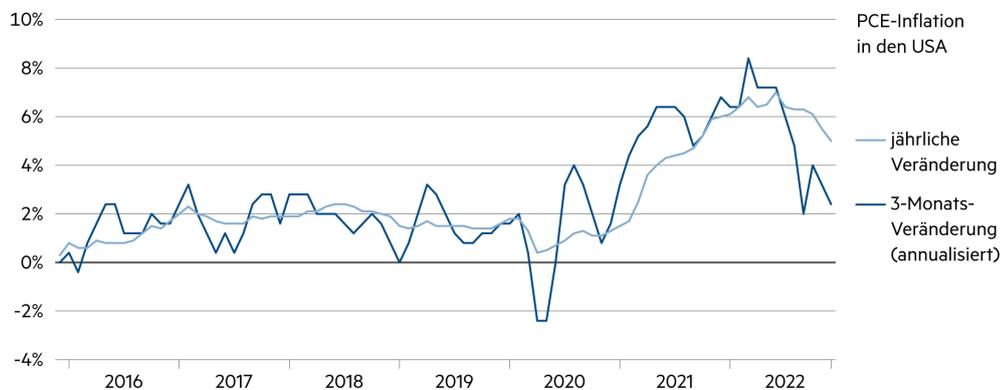
Durch die Leitzinserhöhungen von 0.50% der EZB und der Bank of England hat sich die Zinsdifferenz nach dem kleinen 0.25% Schritt der Fed weiter verringert. Dies schwächte den Dollar. Seit dem Tief im September 2022 legte der Euro gegenüber dem Dollar um 13% zu, das britische Pfund gar 15%. Beim Schweizer Franken waren die Schwankungen zum Dollar geringfügiger. Doch mit einem Kurs von 0.92 besteht weiterhin ein Abwärtspotenzial. Die Kaufkraftparität liegt bei ungefähr 0.75.

Der Dollar Spot Index ist seit dem Oktober-Hoch rund 10% zurückgefallen. Betrachtet man das Rally von Juni 2021 bis September 2022, liegt der gegenwärtige Kurs immer noch 14% höher als das Tief im 2021. Die hohen Volatilitätsmasse im Bereich der Wechselkurse liegen hinter uns. Der JP Morgan FX Volatilitätsindex liegt mit 9.44 sogar etwas unter dem Jahresdurchschnitt.

Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	→	→	Auf Franken-Sparkonti, auf denen es wieder vermehrt leicht positive Zinsen gibt, gilt es die entsprechenden Kündigungsfristen zu beachten.
Euro / Schweizer Franken	→	→↗	Der Euro liegt mit 1.00 auf einem fairen Niveau, rund 15% tiefer als vor fünf Jahren. Dies lässt sich mit der Inflationsdifferenz begründen.
US-Dollar / Schweizer Franken	↘	↘	Der Dollar gilt nach Kaufkraftparität und aufgrund der grossen Inflations-Differenzen nach wie vor als erheblich abwertungsgefährdet.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Die Stärke des Euro setzte sich fort. Mit 1.09 bewegt sich der Wechselkurs wieder auf dem vorpandemischen Niveau von Januar / Februar 2020.

Anleihen

Anleihensmärkte erholten sich im Januar



Die Inflation in den USA der letzten 6 Jahren (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Swiss Bond Index (SBI AAA-BBB Total Return) legte im Januar um 2.3% zu. Diese Erholung leitete das Jahr 2023 ein, das nach einem verheerenden Indexrückgang im Jahr 2022 wieder positiv enden sollte. Der Index der Unternehmensanleihen in Franken (AAA-BBB) legte um 1.6% zu. Europäische Anleihen mit einer tiefen Bonität konnten sich dagegen gleich um 3.1% erholen.

Es gab wieder verstärkt Zuflüsse in den europäischen Anleihensmarkt. Das hat die Renditen gesenkt und die Kurse hochgetrieben. Denn die Inflation lässt nach. Im Vergleich zum Vorjahr hat sich der effektiv konsumierte Warenkorb in den USA um 5.0% verteuert. Betrachtet man den jüngsten Trend, wird gerne auf die letzten drei Monate geachtet. Da hat sich die annualisierte Inflation in den USA gar auf knapp 2% reduziert.

Bei der Güterinflation waren die Preise klar rückläufig, in den USA wie in Europa. Der Trend könnte sich im Laufe des Jahres 2023 noch verstärken, wenn es um Lagerverkäufe und Preissenkungen (z. B. in der Unterhaltungselektronik sowie in der Automobilbranche) geht. Die sinkenden Energiepreise verstärken die Wirkung. Dagegen zeigt sich die Dienstleistungsinflation hartnäckiger.

Interessant ist auch die Lohnentwicklung. In den USA stieg der Beschäftigungskostenindex im 4. Quartal um 0.97% und lag damit unter den Konsenserwartungen. Die Verlangsamung der Lohn- und Gehaltskostenentwicklung steht im Einklang mit dem schwächeren Wachstum der durchschnittlichen Stundenverdienste im Beschäfti-

gungsbericht. Der vierteljährlich annualisierte Lohntracker, der auf den durchschnittlichen Stundenverdiensten, dem Beschäftigungskostenindex und den Stundenlöhnen im nichtlandwirtschaftlichen Unternehmenssektor basiert, liegt nun bei +4.2% im vierten Quartal und somit deutlich tiefer als im Herbst 2022. Die Gefahr von Zweit- und Drittrundeneffekten nimmt somit ab.

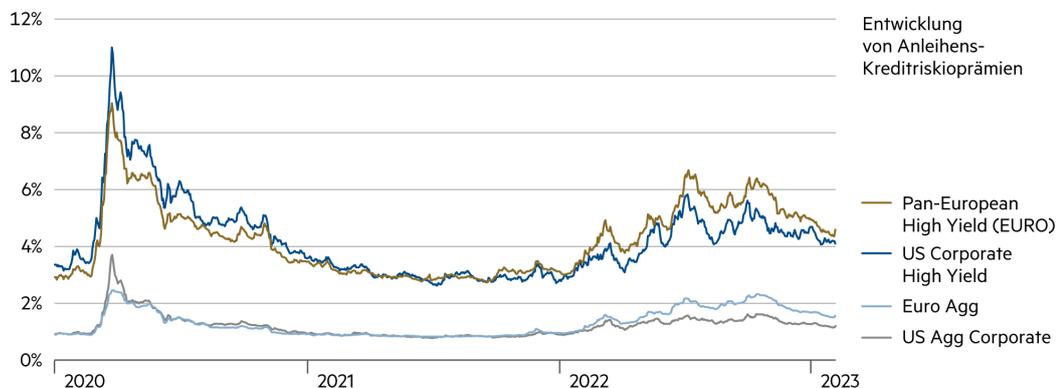
Die Inflationsentwicklung ist insofern wichtig, weil davon ausgegangen werden kann, dass mit den jüngsten Leitzinserhöhungen der Zyklus im Wesentlichen abgeschlossen ist. Das verstärkt das Interesse an Anleihen, insbesondere an europäischen Unternehmensanleihen. Sie werden von uns aufgrund ihrer Kreditwürdigkeit und aufgrund der absehbaren konjunkturellen Entwicklung favorisiert. In der Regel sind die Laufzeiten verhältnismässig gering, d. h. die Zinsrisiken sind moderat.

Umso attraktiver sind die Renditeaufschläge gegenüber Staatsanleihen. Im historischen Vergleich sind sie in Europa deutlich höher als in den USA. Die konjunkturellen Vorlaufindikatoren sprechen jedoch dafür, dass diese Differenz wieder aufgebaut werden dürfte. Die bilanzielle Stärke europäischer Unternehmen wird oftmals unterschätzt, auch deren Agilität in einer wirtschaftlich anspruchsvollen Situation. Einen Anstieg von Kreditausfällen befürchten wir in unseren Anleihens-Portfolios nicht.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→↗	Staatsanleihen haben sich im Januar wieder etwas erholt. Die zehnjährigen Eidgenossen werfen eine Rendite von 1.2% ab, das Pendant in Deutschland 2.3%.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Die Renditezuschläge auf den Staatsanleihen betragen je nach Schuldner und Anleiensgrösse zwischen 1.5% und 7.5% – interessant, um aktiv zu agieren.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Risikoadjustiert sind diverse hybride Anleihen wertvolle Diversifikatoren in einem Portfolio; mancherorts sogar attraktiver als die zugrundeliegende Aktie.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Unsere Unternehmensanleihen legten 2.5% zu



Entwicklung der Anleihens-Kreditrisikoprämien (2020 – 2023) (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im Januar vermochten die Unternehmensanleihen um rund 2.5% zuzulegen. Das gilt sowohl für den Credit Opportunities Fund (COF) mit +2.5% wie auch für den Zugerberg Income Fund (ZIF) mit +2.4%. Beide Lösungen erzielten damit eine leicht höhere Rendite als der SBI. Die Renditetreiber waren jedoch unterschiedlich, was den Diversifikationsnutzen erhöht.

Mit dem ZIF bewegen wir uns im Durchschnitt immer im High Grade Bereich. Die typische Restlaufzeit liegt im Bereich von rund vier Jahren. Mit Ausfällen ist kaum zu rechnen, so dass die Rückzahlungsrendite von rund 4.1% auch der mehrjährigen Renditeerwartung entspricht. Im Januar wurden einige Anleihen ins ZIF-Portfolio aufgenommen, u. a. von den Schweizer Unternehmen HIAG Immobilien und Cembra Money Bank sowie von europäischen Unternehmen wie European Energy, Deutsche Bank sowie Enel. Die Kreditrisikoprämien waren im Januar rückläufig.

Wo auch nur geringe Unsicherheiten über die konjunkturelle Resilienz des Geschäftsmodells respektive den weiteren Geschäftsverlauf aufgekommen sind, wurden die Positionen veräussert. Im ZIF ist in dieser Hinsicht die Risikotoleranz gering. Es steht die kontinuierliche stetige Rendite im Vordergrund.

Beim COF liegt die Rückzahlungsrendite höher, und naturgemäss gehen mit den höheren Renditeerwartungen auch höhere Risiken

einher. Eine eher kürzerfristige Anleihe von der norwegischen Beteiligungsgesellschaft Kistefos wurde gegen eine längerfristige getauscht. Vier Anleihen, die uns sehr renditeträchtig erschienen, wurden substanziell erhöht.

Besonders erwähnenswert ist die Firma SFL, die einen vierjährigen Sustainability Linked Bond emittierte. Die Anleihe rentiert in Dollar 9.3% und in Schweizer Franken abgesichert derzeit 6.4% (wobei wir über die gesamte Laufzeit eher mit einer Verringerung der Absicherungskosten rechnen). Das Unternehmen kauft Schiffe und verleiht diese langjährig an beste Adressen, d. h. die Kundschaft wie Maersk, MSC und Volkswagen verfügt über eine gute Bonität. Die Firma hat seit über 20 Jahren immer Gewinne erzielt. Nun hat sie Fremdmittel aufgenommen, um die Flotte zu erneuern und die Emissionen jährlich um 5% zu reduzieren. Das Commitment zu ESG hat uns überzeugt. Zudem ist die Gesellschaft so strukturiert, dass das «Schwarze Schwan Risiko» massiv verringert wurde. Die Gesellschaft weist seit vielen Jahren ein überzeugendes operatives Ergebnis auf und hat eine durchschnittliche Verleihdauer der Flotte von derzeit sieben Jahren: Ideal, um von einer solchen Gesellschaft einen vierjährigen Bond mit einer guten Rendite zu erwerben. Wird das ambitionierte Nachhaltigkeitsziel von SFL nicht erreicht, gibt es zum Zeitpunkt der Rückzahlung noch einen Zusatzertrag von 0.5% für die Anleger.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	+2.4%	+2.5%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-11.6% (-2.6%)	+22.8% (+2.0%)
Anteil positiver Renditemonate	57%	67%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	256 BP (-41 BP)	867 BP (+39 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

Infrastrukturanlagen bleiben attraktiv



Flughafen Zürich AG

Im Immobilienmarkt lässt die Käufernachfrage kaum nach und die Preise entwickeln sich stabil seitwärts. Den Käufern kommen rückläufige Hypothekenzinssätze entgegen. Auf einem stetigen Aufwärtstrend befinden sich Infrastrukturtitel. Sie erfuhren insgesamt eine relativ überdurchschnittliche Performance im vergangenen Jahr und haben sich im Januar bereits wieder vom Marktdurchschnitt abgehoben.

Börsennotierte Immobiliengefässe erholten sich etwas im Januar. Durch die Aussicht auf höhere Mieterträge hält die Nachfrage nach Wohnrenditeliegenschaften an. Entscheidend auf dem Mietermarkt ist der Zuwanderungssaldo der ständigen Wohnbevölkerung von 60'000 bis 80'000 Personen jährlich – notabene seit zehn Jahren. Zudem macht sich der geringere Neubau der letzten Quartale bemerkbar. Durch die wachsende Wohnbevölkerung, das teurer gewordene Bauen (+8.2% ist der Baupreisindex bei MFH gestiegen) und die geringen Leerbestände verschiebt sich das Kräfteverhältnis zugunsten der Vermieter.

Im Infrastrukturbereich haben sich ebenfalls einige Betrachtungen verändert, doch ist hier der Blick internationaler auszurichten. Ende Januar hat der Internationale Währungsfonds (IWF) seine weltweiten Konjunkturprognosen nach oben angepasst. Neu geht der IWF von einem globalen Wachstum von 2.9% aus. Davon dürften in einem überdurchschnittlichen Ausmass Infrastrukturanbieter profitieren, z. B. Flughafen- und Mautstrassen-Betriebe. Deshalb sind im Januar bereits schon einige eindruckliche Bewertungsanpassungen

erfolgt, die mindestens doppelt so hoch wie die Entwicklung des SMI ausgefallen sind:

Flughafen Zürich (+16% seit Jahresbeginn): Der Flughafen Zürich dürfte zu den Gewinnern des globalen Aufschwungs im Jahr 2023 zählen. In überdurchschnittlichem Ausmass zur wachsenden europäischen Transportbranche dürfte die Schweiz davon profitieren, dass es als einzige Nation in Westeuropa den Chinesen keine Reiserestriktionen auferlegt hat. Dies erhöht die Planbarkeit für Lukas Brosi, der vom langjährigen Finanzchef zum CEO per Ende April gewählt wurde. Parallel zum Aviation Business entwickelt sich auch das Non-Aviation Business zum Guten.

Veolia (+13%): Starkes Wachstum sowie die Effizienzgewinne aus der vollständigen Übernahme der Suez-Aktivitäten prägen die Gesellschaft in den kommenden Jahren. Die Bewertung ist jedoch immer noch moderat und die Bilanz kerngesund.

Vinci (+11%): Mit dem konjunkturellen Umfeld verbessern sich auch die Perspektiven für Vinci, einem soliden Konzessionsbetreiber von Schlüsselinfrastrukturen wie u. a. den Flughafen London-Gatwick. Das eindruckliche Wachstum von 2022 dürfte sich fortsetzen. Bei den Mautstrassen ist per 1. Februar eine Erhöhung von 4.7% im Durchschnitt erfolgt. Bei kürzeren Strecken unter 30 Kilometer wurden die Gebühren in 70% des Marktgebiets nicht erhöht – als Beitrag von Vinci an die Inflationsbekämpfung. Strom wurde so eingekauft, dass Elektrovehikel ab 1. Mai bei den entsprechenden Vinci Ladestationen eine Preisreduktion von 10% erfahren werden.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→	Es lohnt sich, auf eine Finanzberatung abzustützen, um in den zuletzt sehr volatilen Hypothekarkreditmärkten eine klare Sichtweise aufrechtzuerhalten.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	→	Als Favorit betrachten wir in der Schweiz immer noch PSP Swiss Property (+6% seit Jahresbeginn) mit einer wertorientierten Wachstumsstrategie mit klarem Fokus.
Immobilienfonds CH	→	→	Die Leitzinserhöhungen haben die Agios der Immobilienfonds dahinschmelzen lassen. Dennoch gilt es mit Neuanlagen vorsichtig zu sein und selektiv zu bleiben.
Infrastruktur	↗	↗	Infrastruktur-Aktien vermochten im Januar einen guten Jahresstart hinzulegen. Die Aussichten auf einen kräftigen, dividendenstarken Jahrgang sind intakt.

Aktien

Guter Start ins neue Aktienjahr

Der Swiss Market Index legte im Januar um 5.2% zu, doch mit unserer Auswahl und Gewichtung der Titel haben wir den Index deutlich übertraffen. Wir konzentrieren uns insbesondere in Zeiten erhöhter Inflation auf marktführende Unternehmen mit Preisfestlegungsmacht. Das generiert einen überdurchschnittlichen Cash Flow, der letztlich in akquisitorisches Wachstum, in Dividenden und/oder in Aktienrückkäufe fliessen kann.

Aus den ersten Berichten des Jahres lässt sich schliessen, wobei wir hier nur eine Selektion in alphabetischer Reihenfolge von jenen Aktien vornehmen, die im Januar mindestens 10% zugelegt haben:

Alphabet (+12% seit Jahresbeginn): Trotz dem ChatGPT-System sehen wir in diesem vielfältigen Tech-Konzern weiterhin beträchtliches Cash Flow-Potenzial.

Apple (+11%): Trotz Lieferproblemen und Nachfrageschwäche in jüngster Zeit vermochte sich die Smartphone-Ikone abzuheben. Die Produktion, auch von AirPods, verlagert sich zunehmend nach Indien. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis liegt bei moderaten 23.

Axa (+10%): Insbesondere für langfristige Investoren zählt Axa zu den Perlen Europas und hat sich seit Jahresbeginn 50% stärker als der Index der europäischen Versicherungsaktien entwickelt.

Deutsche Post DHL (+12%): Der gelbe Logistik-Konzern mit dem roten DHL Logo ist weltweit bestens verankert und profitiert von einer sachten Beschleunigung des Wachstums der Weltwirtschaft und einem zunehmenden Bedarf an optimalen Lieferketten auch im laufenden Jahr.

Holcim (+14%): Der Konzern hat im Januar einen weiteren akquisitorischen Schritt vorgenommen, um sich auf dem rasch wachsenden, nordamerikanischen 45 Milliarden Dollar Markt für Dachlösungen als Leader zu etablieren. Die Strategie des «grünen Wachstums» beschleunigt sich. Das Tempo der Transformation von Holcim zu einem wenig kapitalintensiven, innovativen, CO2-armen Baustoffanbieter wird vom Kapitalmarkt noch kaum gewürdigt.

KKR (+20%): Die Marktkapitalisierung macht lediglich 10% der Assets under Management aus. Da schlummert noch Potenzial, zumal das Neugeldgeschäft gut läuft.

Lonza (+15%): Der Konzern investierte im 2022 1.9 Milliarden Franken in die Kapazitätssteigerung. Die Geschäftsleitung bestätigt den mittelfristigen Ausblick, eine Kern-EBITDA-Marge von 33% bis 35% zu erzielen.

Mercedes-Benz (+11%): Die Designabteilung hat das einzigartige, exklusive Mercedes-Maybach Modelabel lanciert, um die Maybach Luxus-Ikone auch unter einer jüngeren, modebewussten Zielgruppe zu verankern. Zudem hat Mercedes-Benz als weltweit erster Automobilhersteller die Zertifizierung für hochautomatisiertes Fahren (nach SAE Level 3) für den US-Strassenverkehr erhalten.

SAP (+12%): Die Resultate demonstrierten die Resilienz des Cloud Geschäfts (+24% im 2022) und das starke Wachstum der weltweit führenden ERP Lösung S/4HANA (+35%). Die gute Visibilität und das erhöhte Vertrauen in die Verlagerung des Schwerpunkts vom Lizenzgeschäft in die cloudbasierten, harmonisierten Programme bestätigen uns im Engagement. Das Bruttogewinnwachstum dürfte weiterhin zweistellig bleiben.

Sika (+17%): Chinas Öffnung treibt das Wachstum des globalen Baustoffleaders voran, auch die Integration von MBCC, der nach dem Verkauf des Betonzusatzmittelgeschäfts von MBCC an die britische Ineos Gruppe nichts mehr im Weg steht. Der Umsatz von 2022 (+15.8 in Lokalwährungen) bei einer imposanten Marge war beeindruckend.

Saint-Gobain (+15%): Der globale Marktführer in Leichtbaulösungen ist mit einer Neubeurteilung seines Wirkens zu einem Liebling der Analysten geworden. Der Kursauftrieb ist noch nicht am Ende.

Swissquote (+23%): Die Onlinebank hat sich in der Bewertung längst deutlich über unseren Einstiegskurs entwickelt. Das Geschäft läuft besser als erwartet.

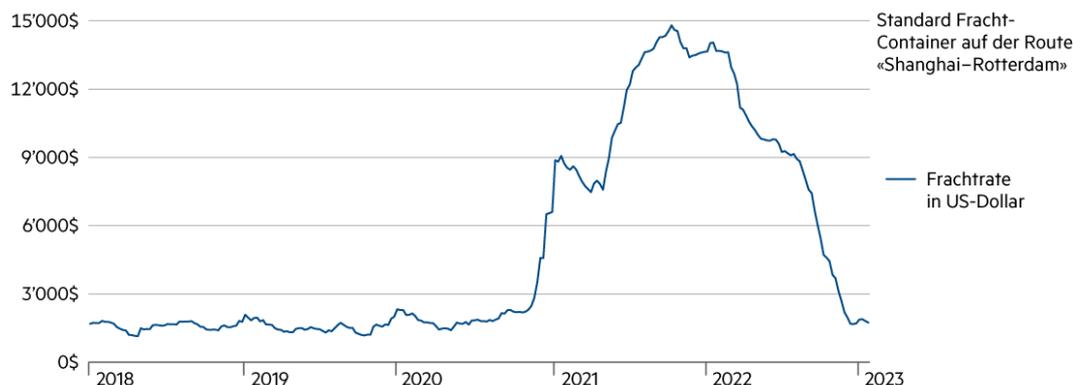
Swiss Life (+13%): Auch im neuen Jahr bleibt die Einschätzung positiv. Von sinkenden Inflationsraten und Staatsanleihsrenditen profitiert insbesondere das margenträchtige, immobiliengewichtige Asset Management für Dritte.

Swiss Re (+11%): Das Erneuerungsgeschäft läuft rund. Die Rückversicherungsprämien sind deutlich angestiegen.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Die SMI-Schwergewichte Nestlé (+4%), Roche (-2%) und Novartis (-1%) blieben im Januar trotz aufkeimendem Optimismus ausgesprochen träge.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Europäische Aktien wurden wieder entdeckt, auch dank Chinas Öffnung: Der Stoxx Europe 600 stieg im Januar um 6.7%, der Euro Stoxx 50 gar 9.8%.
Aktien USA	→↗	↗	Der breite S&P500 Index erzielte im Januar ein klares Plus (+6.2%). Stärker erholte sich der Technologie-Index Nasdaq (+10.7%).
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Der breiteste Schwellenländerindex MSCI Emerging Markets holte im Januar einen erheblichen Teil seiner Vorjahreseinbusse wieder auf (+7.9%).

Alternative Anlagen

Rückläufige Transportkosten



Frachtraten für Standard-Container in den letzten 5 Jahren (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Rückläufige Transportkosten wirken wie verbessertes Schmieröl im Getriebe der Weltwirtschaft. De facto sind tiefe Transportkosten eine Begleiterscheinung der zunehmenden Globalisierung und sorgen gegenwärtig für eine disinflationäre Wirkung. Mit der Etablierung von neuen, flexibilisierten Lieferketten nehmen allerdings die Ansprüche an die Logistiker und Spediteure zu.

Lieferketten hatten und haben allerlei Auswirkungen. Die Eröffnung des dritten Gubrist-Tunnels musste auf das Frühjahr 2023 verschoben werden, weil pandemiebedingt wichtige Teile im Hafen von Shanghai blockiert waren. Das gilt auch für Automobile, die in der Schweiz im Herbst 2021 bestellt wurden. Diese gelangen in diesen Wochen zur Auslieferung. Fortan kann jedoch mit rückläufigen Wartezeiten gerechnet werden, denn der grösste Stress in den globalen Lieferketten legte sich in jüngster Zeit markant.

Insbesondere der Markt für Halbleiter-Chips geriet preislich unter Druck. Nach einem beispiellosen Aufschwung in den Jahren 2021 und 2022 gingen die Bestellungen zuletzt zurück wie seit 25 Jahren nicht mehr. Die Lagerbestände explodierten und die Preise brachen ein. Darunter litten insbesondere asiatische Volkswirtschaften, welche auf Tech-Exporte spezialisiert sind (u. a. Taiwan, Südkorea). Die Speicherchipbranche ist für ihre «Boom-and-Bust» Zyklen bekannt. Trotz disziplinierterem Management und neuen Märkten für seine Produkte – einschliesslich 5G-Technologie und Cloud-Dienste – gelingt es den Herstellern in der 160 Milliarden-Branche

nicht, stabilere Preise zu generieren. In Aktien (wie Samsung Electronics, Micron, Intel usw.) sind wir nicht engagiert. Dagegen freut uns der disinflationäre Druck, der von Halbleiterchips ausgeht.

Ein preislicher Zusammenbruch auf alte Niveaus ist auch in der Container-Schifffahrt zu beobachten. Wenn man die Bestellungen von Container-Schiffen betrachtet, gehen die marktführenden Unternehmen von einem Wachstum der erforderlichen Transportkapazitäten von 6% jährlich im gesamten Jahrzehnt aus. Da kommt es gelegen, dass die Frachtraten sich wieder normalisiert haben und auf das vorpandemische Niveau zurückfanden. Zugleich wächst jedoch der Druck, den globalen Transport zunehmend zu dekarbonisieren.

Interessant ist auch, dass inzwischen sowohl bei den «seltenen Erden» wie auch in der Batterieherstellung die Kapazitäten ausreichen und der Preisdruck wieder zunimmt. Der führende EV-Produzent Tesla mit über 1.3 Millionen Auslieferungen im Jahr 2022 senkt weltweit seine Preise um bis zu 20%, wobei die Konkurrenz dieser Preisentwicklung weitgehend folgen dürfte. Wettbewerb ist letztlich in seiner Wirkung stets deflationär, nicht inflationär. Das wird bei den Inflationsprognosen gerne übersehen. Und um wettbewerbsfähig zu bleiben, gilt es sämtliche Optimierungsmöglichkeiten einer globalen Weltwirtschaft zu nutzen. Deshalb ist auch weiterhin nicht mit einem Trend zur De-Globalisierung zu rechnen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→↗	↗	Die Ölpreise könnten sich im Laufe der wirtschaftlichen Beschleunigung in China wieder in Richtung 100 Dollar pro Fass Rohöl entwickeln.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Gemäss dem World Gold Council stieg die globale Goldnachfrage mit 4'740 Tonnen im 2022 auf den höchsten Wert seit 2011, v. a. Zentralbanken haben Gold gekauft.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Die Risikokapazität hat zyklisch abgenommen und ermöglicht den Investoren eine Teilhabe von attraktiven Prämien in der aktuellen Erneuerungsrunde.
Private Equity	→↗	↗	In unseren Privatmarktanlagen rechnen wir im Jahr 2023 insgesamt mit einer fortgesetzten Erholung der Bewertungen.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)					
		31.01.2023	01/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
Aktien							
SMI	CHF	11'285.8	+5.2%	+5.2%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'490.3	+5.5%	+5.5%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'128.3	+9.7%	+9.7%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'082.4	+10.4%	+10.4%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	26'599.7	+13.3%	+13.3%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'771.7	+5.8%	+5.8%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'163.5	+10.8%	+10.8%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	34'086.0	+2.3%	+2.3%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'076.6	+5.7%	+5.7%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	11'584.6	+10.2%	+10.2%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	27'327.1	+4.9%	+4.9%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	59'549.9	-1.5%	-1.5%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'785.0	+6.5%	+6.5%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	1'031.5	+7.3%	+7.3%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	154.4	+1.5%	+1.5%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	182.4	+3.1%	+3.1%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	323.2	+3.5%	+3.5%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	261.0	+2.7%	+2.7%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	164.5	+3.0%	+3.0%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	145.5	+2.1%	+2.1%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	177.2	+2.3%	+2.3%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	174.7	+1.6%	+1.6%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	188.7	+3.6%	+3.6%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	559.2	+3.4%	+3.4%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	158.7	+2.1%	+2.1%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	269.4	+3.0%	+3.0%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	56'801.4	+2.6%	+2.6%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	111.8	-1.4%	-1.4%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'231.1	+0.5%	+0.5%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'390.7	+1.8%	+1.8%	-3.3%	+6.7%	-2.2%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9162	-0.9%	-0.9%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9951	+0.6%	+0.6%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.7041	-0.2%	-0.2%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1285	+0.9%	+0.9%	-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 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, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.01.2023; Wirtschaftsdaten per 31.01.2023; Wirtschaftsprognosen vom 31.01.2023; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.