



Bruedermettli, Unterägeri, Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Solider Start ins neue Jahr

Der Start ins neue Jahr ist geglückt. Die volkswirtschaftlichen Signale blieben mehrheitlich positiv.

Die Unternehmensnachrichten waren in einem überwiegenden Umfang überraschend positiv. Das liess den Swiss Market Index (SMI) um 1.8% im Januar ansteigen. Gewisse Unternehmen enttäuschten. Schon kleine negative Überraschungen wurden hie und da stark abgestraft, beispielsweise beim Bau-Chemiekonzern Sika (-12% seit Jahresbeginn).

Mancherorts überzeugte dagegen das letzte Quartal, anderorts der Ausblick auf die kommenden Quartale. Gleich mehrere Unternehmen bestätigten ihre ambitionöse mittelfristige Guidance. Letzteres betraf vor allem Aktien, die in den vergangenen Jahren auch schon für kurzfristige Schwankungen herbe Kritik einstecken mussten.

Im Januar ging es aufwärts

Im Januar legte der aktienbezogene Swiss Market Index (SMI) auf 11'333 Punkte zu (+1.8% gegenüber dem Jahresbeginn). Das war ein überdurchschnittlicher Jahresstart, wenn man als Referenz die letzten fünf Jahre bezieht, und es war eine stärkere Zunahme als im weltweiten MSCI World (+1.2%).

Bei den Immobilien war das Bild durchzogen: Die Schweizer Immobilienfonds legten klar zu (+2.2%), doch die Schweizer Immobilienaktien erlitten leichte Einbussen (-1.4%). Der anlehensbezogene Swiss Bond Index (AAA bis BBB Total Return) glitt mit -0.6% leicht zurück. Der Weltanlehensindex – in Schweizer Franken gesichert – fiel ebenfalls zurück (-0.5%). Der Euro legte im Januar minimal zu

(+0.2%); beim Dollar war die Reaktion auf die herben Einbussen im Vorjahr zumindest klar positiv (+2.5% im Januar 2024).

Doch Lonza (+20% im Januar), SAP (+15%) und SGS (+10%) befinden sich allesamt in einer mehrjährigen Aufschwungphase, die von erheblichen Investitionen begleitet wird. Da kann es vorkommen, dass nicht gleich jedes Quartalsresultat gleichermaßen gefällt.

Wichtiger erscheint uns jeweils der strategische Pfad. Das gilt auch für den Baustoffkonzern Holcim, der sich im kommenden Jahr kapitalmässig in eine nordamerikanische «Holcim» und eine Holcim des Rests der Welt teilen wird. Die Zuger Konzernzentrale wird sich – dem Spin-off entsprechend – ebenfalls aufspalten müssen. Für den Aktionär wird damit viel Potenzial erzeugt, denn in Nordamerika kotierte Gesellschaften handeln – wie jüngste Erfahrungen zeigen – zu rund 25% höheren Kursen als deren Vergleichsunternehmen in Europa.

In der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. Revo1 mit einer Rendite von -0.3% für den Januar) überwog das Gewicht der leicht negativ rentierenden Anleihen. In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +0.9% und R3 mit +0.9%) lag die Gesamtrendite deutlich in der positiven Zone, was auf den Beitrag der Aktien zurückzuführen ist.

Aussergewöhnlich gut war der Start der dynamischen Risikoklassen 4 und 5 (z. B. Revo4 mit +1.5% und Revo5 mit +1.7%). Die Rendite der Dividendenstrategie mit +1.2% lag ebenfalls auf diesem Niveau.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Januar 2024	2024
Zugerberg Finanz R1	-0.1%	-0.1%
Zugerberg Finanz R2	+0.5%	+0.5%
Zugerberg Finanz R3	+1.0%	+1.0%
Zugerberg Finanz R4	+0.9%	+0.9%
Zugerberg Finanz R5	+0.9%	+0.9%
Zugerberg Finanz RDividenden	+1.3%	+1.3%
Zugerberg Finanz Revo1	-0.1%	-0.1%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.4%	+0.4%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.7%	+0.7%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.2%	+1.2%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.4%	+1.4%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+1.3%	+1.3%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-2.8%	-2.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-4.4%	-4.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-5.9%	-5.9%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Januar 2024	2024
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.3%	-0.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.2%	+0.2%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.5%	+0.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.9%	+0.9%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.7%	+0.7%

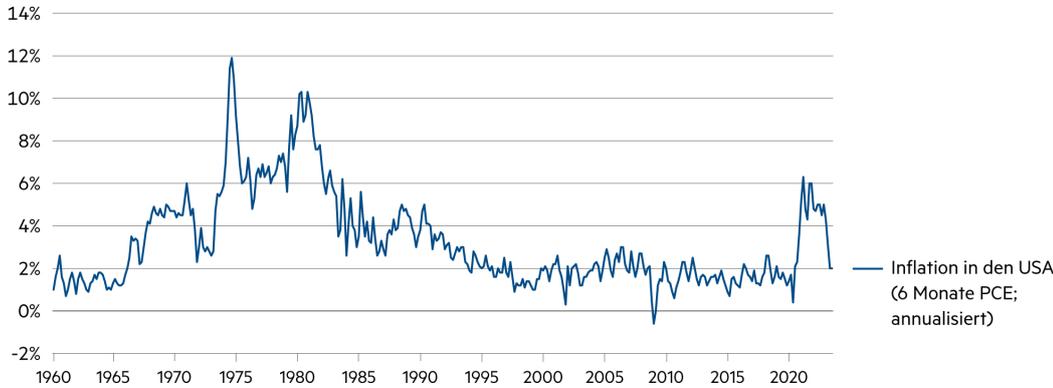
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Januar 2024	2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.1%	-0.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.4%	+0.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.7%	+0.7%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.2%	+1.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.4%	+1.4%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+1.3%	+1.3%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-2.8%	-2.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-4.4%	-4.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-5.9%	-5.9%

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

Makroökonomie

Weltwirtschaftliche Aufwärtsrisiken



Die Inflation in den USA ist zurück im Zielbereich (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Wer die jüngsten Indikatoren zur Kenntnis nimmt, stellt ein gewisses Aufwärtsrisiko fest: Die Erwartungen an das Wachstum könnten weiterhin positiv überraschen. In den entwickelten Ländern stiegen die Einkaufsmanagerindizes im Januar auf zuletzt 50.6 (+0.9) und damit klar in den Bereich einer sich beschleunigenden Wirtschaft. Vielenorts wurden parallel dazu die Inflationsprognosen 2024 gesenkt, was mit einem stärkeren realen Wirtschaftswachstum einhergeht. Darauf waren all jene überhaupt nicht vorbereitet, welche bereits im ersten Quartal eine Rezession – zumindest in den USA – erwarteten.

Die Weltwirtschaft hat ihren Wachstumspol weiterhin im asiatischen Raum. Insbesondere Indien wächst wie keine zweite G-20 Volkswirtschaft. Aber auch in Nordamerika und in Europa, sowohl in Ostmitteleuropa wie auch in den peripheren Ländern, überraschen die jüngsten ökonomischen Impulse positiv. Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) stieg im vierten Quartal in den USA auf Jahresbasis um 3.3% und lag damit deutlich über den Konsenswerten bei einer überraschend tiefen Inflationsrate von zuletzt 1.7%. Die starke Dynamik der Konsumnachfrage bis Ende 2023 spricht für ein anhaltend solides BIP Wachstum im ersten Quartal, auch wenn eine Verlangsamung der Lagerinvestitionen das Wachstum wahrscheinlich bremsen dürfte.

Die Einkaufsmanagerindizes als konjunkturelle Vorboten haben sich auch in der Eurozone im Januar nach oben verändert. Überraschend positiv waren die Werte im verarbeitenden Gewerbe. Da stieg der Index auf 46.6 (+2.2). Der den Dienstleistungssektor inkludierenden Indexwert legte im Januar in der Eurozone auf 47.9 (+0.3) zu. In allen Ländern wurde die Verbesserung durch die Peripherie voran-

getrieben. Der Gesamt-PMI für das Vereinigte Königreich verbesserte sich erneut auf 52.5 (+0.3), was auf eine anhaltende Verbesserung der Dienstleistungsaktivitäten zurückzuführen ist.

Daraus leitet sich ab, dass das konjunkturelle Wachstum in den kommenden Monaten zulegen dürfte, wenn auch nur moderat und gewiss nicht inflationstreibend wie in der frühen postpandemischen Dynamik. Trotz den konjunkturellen Sorgen liess die Europäische Zentralbank (EZB) bei ihrer Sitzung am 25. Januar verlauten, dass eine Zinssenkung nicht unmittelbar bevorstehe. Der am Finanzmarkt massgebliche Einlagensatz, den Geldhäuser für das Parken überschüssiger Gelder von der Notenbank erhalten, verharret damit weiterhin auf dem Rekordniveau von 4%. Da die Inflationsrate praktisch in die Zielregion zurückgeglitten ist, ist schwer nachvollziehbar, weshalb die stark restriktive Geldpolitik noch lange aufrechterhalten und die Konjunktur im geldpolitischen Würgegriff gehalten werden soll. Die Präsidentin Christine Lagarde schloss sich am World Economic Forum im Davos den Worten vieler ihrer Kollegen an, wonach eine Senkung (erst) im Sommer «wahrscheinlich» sei.

Cleverer geht die chinesische Zentralbank vor. Angesichts der holprigen wirtschaftlichen Erholung und der deflationären Entwicklung der Produzenten- wie auch der Konsumentenpreise hat sie den Reservesatz für Geschäftsbanken kräftig gesenkt und damit Liquidität für das Finanz- und Wirtschaftssystem freigesetzt. Wenn deflationäre Zeiten drohen, ist eine restriktive Geldpolitik falsch. Da muss überzeugt mit einer expansiven Geldpolitik entgegengesteuert werden.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Am 21. März tritt die SNB zu ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung zusammen. Es würde nicht überraschen, wenn der Leitzinssatz um 0.25% auf 1.5% gesenkt würde.
Eurozone, Europa	↗	↗	Für den Euroraum erwarten wir ein reales BIP-Wachstum von +1.0% (2024), was mit einer Belebung des real verfügbaren Einkommens begründet werden kann.
USA	↗	↗	Die Wahrscheinlichkeit, dass die USA in den nächsten 12 Monaten in eine Rezession geraten, liegt nach wie vor auf einem sehr tiefen Niveau.
Rest der Welt	↗	↗	Es besteht ein sehr starker Konsens bezüglich der realen Wachstumsdynamik in Indien (+7% im laufenden Jahr), überdurchschnittlich selbst in Asien.

Liquidität, Währung

China ist kein attraktives Anlageland



MSCI Indien vs. MSCI China über drei Jahre, in Schweizer Franken (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Liquidität steuern wir in allen Portfolios weiterhin in solide Werte. Seit Jahren machen wir einen grossen Bogen um China. Man muss stets unterscheiden zwischen der makroökonomischen Entwicklung auf der Länderebene und der geschäftsmodellbezogenen Ebene einer Unternehmung. Die letzten drei Jahre waren zweifellos eine schwierige und frustrierende Zeit für Anleger und Marktteilnehmer im Bereich chinesischer Aktien, da diese mit einem Kursrückgang von 57% verbunden war.

Chinas Aktienmarkt bleibt schon lange deutlich hinter seinen globalen Konkurrenten zurück. Seit dem Beitritt zur Welthandelsorganisation im Jahr 2001 ist Chinas BIP um das 13.6-fache gewachsen, von etwa 1.3 auf rund 17.7 Billionen Dollar im Jahr 2023. Das entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von 12.5%. In demselben Zeitraum hat sich der Shanghai Composite nur verdoppelt (=Wachstumsrate von 3.3%). Der verblüffende Unterschied zwischen Wirtschaft und Eigenkapital geht auf das kommunistische System zurück, in dem die wirtschaftliche Priorität nicht dem Wohlstand der Aktienbesitzer gilt.

Wir halten weiterhin nicht viel von chinesischen Rahmenbedingungen. Es gibt keinerlei Aktionärskultur, vielmehr zwingt der Staat die Unternehmen regelmässig zu höheren Lohnzahlungen. Die Beispiele von Alibaba, Tencent und Baidu zeigen zudem, wie der Staat direkt in die Aktionärs- und Führungsstruktur eingreift.

Hingegen stehen in Indien sämtliche Vorzeichen auf «grün». Der indische Aktienmarkt ist aufgrund seiner Marktkapitalisierung inzwischen der viertgrösste Ländermarkt der Welt. Die Regierung fördert das Unternehmertum und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen durch das grösste Infrastrukturprogramm der vergangenen

Jahrzehnte. Das Risiko-Rendite-Verhältnis für indische Aktien bleibt für geduldige Anleger vorteilhaft.

Die Gewichtung ist nicht gross, doch im Rahmen eines Satelliten im gesamten Portfolio hat das indische Unternehmertum einen berechtigten Platz in unseren Portfolios. In den vergangenen drei Jahren wuchs die Differenz der in Schweizer Franken umgerechneten Indexentwicklung zwischen dem MSCI Indien (+38%) und dem MSCI China (-59%) auf satte 97% an.

Passend dazu sind die Verhandlungen der Schweiz über ein Freihandelsabkommen mit dem bevölkerungsreichsten Staat der Welt. In den Grundzügen ist es zu einer Einigung gekommen. Umstritten war der Patentschutz; auch Investitionen sollen besser geschützt werden. Ein Abkommen mit Indien solle Arbeitsplätze für die junge Bevölkerung Indiens schaffen und den Werkplatz Schweiz sichern. Der Zugang zum «Talentpool» Indiens ist für viele Schweizer Unternehmen wichtig. Das Land verfügt über eine hohe Anzahl von gut qualifizierten, englischsprachigen jungen Erwachsenen mit ausgeprägten digitalen Fähigkeiten.

Jahrelang setzten westliche Unternehmen auf China als verlängerte Werkbank, doch entpuppt sich das als ein Klumpenrisiko. «Der indische Markt wird zur logischen Alternative zu China», schreibt das Staatssekretariat für Wirtschaft im jüngsten Länderbericht. Die Rolle der globalen Produktionsstätte für günstige Maschinen wird z. B. beim Westschweizer Maschinenbauer Bobst Indien übernehmen. Schon jetzt sind südöstlich von Mumbai 400 Mitarbeiter beschäftigt, und einige hundert sollen in den nächsten zwei, drei Jahren dazukommen.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Inflationserwartungen sind rückläufig. Entsprechend dürfte es zu Leitzinssenkungen auch in der Schweiz kommen, was die Kontoverzinsung drücken wird.
Euro / Schweizer Franken	↗→	↗→	Im Laufe des Jahres dürften die Zinssenkungen in der Eurozone stärker als in der Schweiz ausfallen, was die Absicherungskosten erheblich reduzieren wird.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Mit 0.86 legte der Dollar im Januar 2.5% zu. Aber die Absicherungskosten verharren auf hohen 3.8% - mit einem geringen Trend zur Senkung.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Mit 1.08 liegt das wichtigste Wechselkurspaar in einer Zone der relativen Stabilität. Im Zuge der Normalisierung nehmen derzeit die Schwankungen deutlich ab.

Anleihen

Technische Korrektur der Benchmark-Renditen

		31.12.2023	31.01.2024	Veränderung
USA		3.88%	3.94%	+6 bp
Deutschland		2.02%	2.16%	+14 bp
Frankreich		2.55%	2.66%	+11 bp
Italien		3.68%	3.72%	+4 bp
Vereinigtes Königreich		3.52%	3.79%	+27 bp
Schweiz		0.60%	0.77%	+17 bp

Die Renditeentwicklung von 10-jährigen Staatsanleihen im Januar 2024 (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im Januar 2024 sind die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen mit rund 10 bis 20 Basispunkten spürbar angestiegen. Diese Veränderung machte auch vor der Schweiz keinen Halt. Das markiert jedoch keinen Wendepunkt. Vielmehr handelt es sich bei dieser Gegenbewegung um eine technische Korrektur, nachdem die Renditen im letzten Quartal 2023 massiv gefallen sind. Der Renditeanstieg sorgte allerdings dafür, dass die meisten Benchmark-Anleiheindizes im Januar leichte Einbussen erlitten.

Der Weltanleiheindex (in Schweizer Franken) büsste im Januar 2024 0.5% ein. Der Swiss Bond Index lag 0.6% tiefer als zu Jahresbeginn. Die übertriebenen Erwartungen an rasche Zinssenkungen durch die Zentralbanken wurden damit «ausgepreist».

Das darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass wir im Laufe dieses Jahres mit einer positiven Gesamttrendite bei den Anleihen in den verschiedenen Segmenten rechnen. Dabei haben wir die Portfolios in ihren einzelnen Segmenten (Investment Grade, Sub-Investment Grade; USD, EUR und CHF) betrachtet und verschiedenen wirtschaftlichen Szenarien unterworfen. Insgesamt sind wir zum Schluss gekommen, dass mit dem Jahrgang 2024 ein weiteres gutes Anlagejahr für Anleihen begonnen hat.

Ob Frühjahr oder Frühsommer: Es darf davon ausgegangen werden, dass die wesentlichen Zentralbanken ihre Leitzinsen senken werden. In Schwellenländern wie Mexiko und Chile ist damit bereits begonnen worden, in China ebenfalls.

Der Spielraum für Zinssenkungen ist so gross wie seit 15 Jahren nicht mehr. In den USA liegen die Leitzinsen aktuell in der Band-

breite zwischen 5.25% und 5.5%. Bei einer Inflationsrate von 1.7% im vierten Quartal 2023 ergibt sich daraus eine horrend hohe Realverzinsung für all jene, die ihr Kapital bei der Zentralbank parken statt zu investieren. Darunter leiden insbesondere die kleineren und mittleren Unternehmen, welche rund 90% der Erwerbstätigen im Privatsektor beschäftigen. Sie müssen sich mit harten Finanzierungsbedingungen zurechtfinden. Ihre Kapitalkosten bewegen sich oftmals in der Höhe von 12% bis 15%.

Das ist der Hauptgrund, weshalb der Index der kleinkapitalisierten Gesellschaften (Russell 2000) deutlich hinter dem von grossen, cashflowstarken Technologieunternehmen geprägten S&P 500 Index hinterherhinkt. In den letzten drei Jahren ist die Differenz zwischen diesen beiden US-Indizes auf 39% angestiegen.

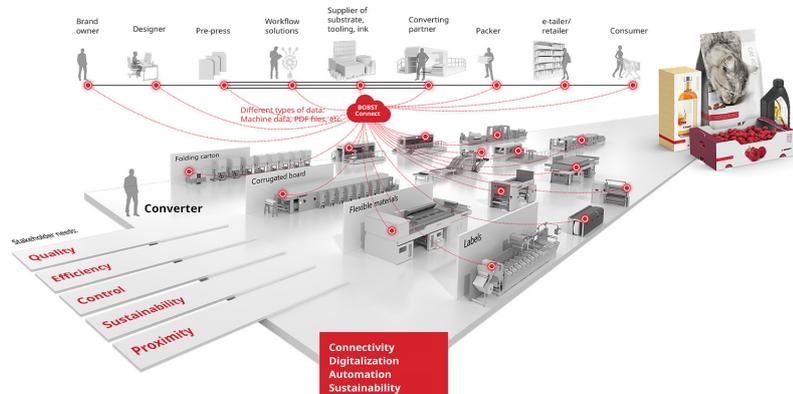
Im letzten «Beige Book» der US Federal Reserve (Fed), in dem die Notenbankvertreter aus ihren zwölf regionalen Wirtschaftsräumen eher qualitativ berichten, stand die Sorge im Vordergrund, dass die Fed die Realzinsen doch zu hoch geschraubt habe. Weil immer mehr kleine US Unternehmen unter den hohen Kapitalkosten ächzen, hat sich die Kreditvergabe der Geschäftsbanken sogar noch verschärft. Sie potenzieren derzeit die ohnehin superrestriktive Geldpolitik zu einer überdurchschnittlich restriktiven Kreditvergabepolitik. Deshalb dürfte die Fed ihre Geldpolitik bald aggressiv senken und die Liquiditätsnöte für die KMUs damit erheblich lindern.

Mit einer gewissen Verzögerung sind vergleichbare Zentralbanken-Entscheide auch in Europa zu erwarten. Das dürfte insgesamt zu einem guten Umfeld für Unternehmensanleihen beitragen. Anleihen bleiben attraktiv.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→↗	↗	Mit ihrem Schlagwort «daten- und nicht datumsabhängig» bekräftigten die Notenbanken ihre Fähigkeit, auf Echtzeitdaten zu reagieren und Zinsen zu senken.
Unternehmensanleihen	↗	↗	In einer widerstandsfähigen Wirtschaft mit gering erwarteten Ausfallraten sind Unternehmensanleihen von hoher Attraktivität.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Die jüngste vierteljährliche Kreditumfrage der EZB zeigte eine deutliche Verbesserung der Kreditnachfrage und der Kreditvergabebedingungen.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Besser als der Swiss Bond Index



BOBST Industrievision – die Zukunft der Verpackungswelt gestalten (Quelle: BOBST Group)

Der Zugerberg Income Fund (ZIF) startete mit **-0.1%** klar besser ins neue Jahr als der Swiss Bond Index. Der weniger auf Zinsrisiken als vielmehr auf Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund (COF) legte im Januar in einem misslichen Anleihensumfeld sogar **0.9%** zu. Beiden Gefässen ist gemeinsam, dass sie im Kontext der gesamten Portfolio-Steuerung über eine wichtige Puffer-Funktion verfügen.

In beiden Gefässen, also sowohl im ZIF wie auch im COF, werden derzeit Staatsanleihen eingesetzt, und zwar solche mit einer hohen Restlaufzeit. Angesichts der anhaltenden Disinflation sorgt eine erhöhte Duration für ein attraktiveres Anleihensportfolio. Damit sorgten wir auch für einen allfälligen Puffer respektive eine risikomindernde Funktion unter allen Anleihen. Sollte es zu einer überraschenden Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität kommen, dürften diese Anleihen einen überproportionalen Wertzuwachs erfahren.

Der Hauptteil besteht jedoch aus Unternehmensanleihen, wobei sich diese im ZIF durch eine besonders hohe Bonität auszeichnen und dementsprechend über ein äusserst geringes Ausfallrisiko verfügen. Wer sich im laufenden Jahr einem geringen Schwankungsrisiko aussetzen will, ist wohl in der Risikoklasse 1 gut aufgehoben. Dort ist der Anteil ZIF deutlich höher als alle Aktien zusammen. Dabei

kommt dem Investor zugute, dass das Engagement vor allem in Anleihen mit längeren Laufzeiten ist.

Beim COF sind die Kreditrisikoprämien der hauptsächliche Ertragspfeiler und das durchschnittliche Rating liegt spürbar tiefer als beim ZIF. Der Mehrertrag mit Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen bei gleicher Laufzeit bleibt derzeit verlockend, weil die wirtschaftlichen Verhältnisse nicht darauf hindeuten, dass es zu aussergewöhnlich zahlreichen Zahlungsausfällen unter den Unternehmen kommen sollte.

Im COF wurde vor kurzem eine Anleihe der Waadtländer Familienunternehmung Bobst aufgenommen. Die fünfjährige Anleihe des erfolgreichen Maschinenbauers wirft **1.5%** mehr Zins ab als eine vergleichbare Schweizer Staatsanleihe. Das von Jean-Pascal Bobst als CEO geführte Unternehmen mit einem Umsatz von rund **1.8 Milliarden Franken** ist ein weltweit führender Lieferant von Qualitätsanlagen und Services für Verpackungs- und Etikettenhersteller. Die visionäre Unternehmung gilt als sehr innovativ, verfolgt einen überzeugenden Digitalisierungskurs («BOBST Connect») und verfügt über einen ausgezeichneten Ruf bei seiner treuen Kundschaft. Die Einnahmen aus der Ausgabe der Anleihe werden zur Tilgung einer bisherigen Anleihe sowie für allgemeine Unternehmenszwecke verwendet.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	-0.1%	+0.9%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-8.5% (-1.6%)	+26.3% (+2.1%)
Anteil positiver Renditemonate	53%	67%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	132 BP (-1 BP)	545 BP (-12 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 wirken bereits

	31. Januar	30. Juni	31. Dezember
3 Monate	1.62%	1.27%	0.94%
1 Jahr	1.33%	1.06%	0.88%
3 Jahre	1.05%	0.98%	0.95%
5 Jahre	1.07%	1.04%	1.04%
10 Jahre	1.22%	1.22%	1.24%

Schweizer Franken Swap Terminkurse in % (Quelle: Bloomberg CHF SARON Swap Terminkurvenanalyse | Grafik Zugerberg Finanz)

Die Zentralbanken in Europa halten die Leitzinsen immer noch hoch, doch die Inflationserwartungen sind deutlich gesunken und die Kreditkonditionen haben sich verbessert. In der Schweiz sind mehrjährige Festhypothekarkredite inzwischen wieder für weniger als 2% erhältlich. Auch in Deutschland sind die Bauzinsen gefallen und stabilisieren den Immobilienmarkt. Der Mietwohnungsmarkt bleibt angespannt und lockt mit soliden Erträgen.

Die Wahrscheinlichkeit, dass die Zinsen für längerfristige Kapitalanlagen im laufenden Jahr steigen werden, ist gering. Wer das überschüssige Kapital zu aktuellen Festgeldkonditionen angelegt hat, muss damit rechnen, dass die Erneuerung dieser Anlagen in sechs Monaten zu einem deutlich tieferen Zinsniveau ausfallen wird. Genau kann man das natürlich nicht sagen, doch die Zinsswap-Terminkurvenanalyse beispielsweise per 30. Juni 2024 und per 30. Dezember 2024 verrät doch einiges, was unsere Hypothese stützt.

Wer als Anleger vom erhöhten Zinsniveau profitieren will, muss jetzt noch das gegenwärtige Zeitfenster für eine längere Anbindung dieser Zinsen nutzen. Dazu eignet sich je nach Risikoneigung eine unserer beiden Anleienslösungen (ZIF und COF). Wer daran denkt, in diesem Jahr die Hypothekarkredite zu erneuern, kann dies allerdings getrost in den kommenden Tagen und Wochen anpacken. Das Umfeld erscheint günstig, auch für die Erneuerung von Fälligkeiten, die erst in der zweiten Jahreshälfte anfallen.

Man braucht nicht erst auf sinkende Zinsen zu warten; mit Forward Hypotheken kann man die zukünftige Erwartung aufgrund der Terminkurve bereits in der Gegenwart einfangen. Der Markt ist mit

einer gesunden Zuversicht versehen, dass sich die geldpolitische Lage bis Ende Jahr normalisieren und die SNB zu einem neutralen Leitzins in der Grössenordnung von 1.0% zurückkehren wird.

Das wird die Mieten stabilisieren und die Einkommen der Wohneigentümer entlasten, aber auch die Attraktivität von Renditeobjekten (Mehrfamilienhäuser mit einer niedrigen Leerstandsquote in Städten oder in stadtnahen Wachstums-Regionen) steigern. Auf Sicht von ein bis zwei Jahren sind steigende Preise in allen Immobiliensegmenten absehbar, gewiss bei modernen Mehrfamilienhäusern, die dem gegenwärtigen Energiestandard entsprechen.

Je tiefer die Zinsen, desto attraktiver sind die Cashflow-Renditen aus einer Immobilienrenditeanlage. Sie stossen deshalb wieder auf steigendes Kaufinteresse und gewinnen an Attraktivität im Vergleich zu anderen Anlageklassen, z. B. im Vergleich zu zehnjährigen Eidgenossen-Anleihen, die derzeit gerade noch knapp 0.8% abwerfen und damit nicht mal den Kaufkraftverlust durch die Inflation auszugleichen vermögen.

Anleihen bleiben immer Nominalanlagen. Immobilien dagegen sind Realanlagen, was sich längerfristig vorteilhaft auswirkt. Sie reagieren auf die starken Fundamentaldaten des Schweizer Wohnimmobilienmarkts. Wenn die Nachfrage nach Wohnraum das Angebot übersteigt – auch aufgrund der anhaltend starken Zuwanderung – fördert dies die Wohnraumknappheit und damit die Zahlungsbereitschaft für Miet- und Eigentumsobjekte. Zudem ermöglicht das Mietrecht, auf steigende Kosten (Inflation, Kreditzinsen respektive Referenzzinsen) mit erhöhten Mieten zu reagieren.

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 1.05% (1.77% per 30.9.).
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	→	Die Lage auf dem Büromarkt bleibt angespannt, auch bei den Einzelhandelsflächen. Nur wenige Innenstadtlagen sind wirklich heiss begehrt.
Immobilienfonds CH	↗	↗	Börsennotierte Immobilienfonds gewinnen wieder Aufwärtspotenzial dank sinkenden Zinsen, stabilen Ausschüttungsrenditen und erhöhten Mieterträgen.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die Perspektiven von weitsichtigen Infrastruktur-Unternehmen verbessern sich im Laufe des Jahres 2024 durch sinkende Finanzierungskosten deutlich.

Aktien

Tiefere Zinsen sorgen für höhere Bewertungen

Wir beobachten vielerorts eine zögerliche Haltung gegenüber Aktien. Das bestärkt uns darin, dass viele professionelle Akteure immer noch von strukturell hohen Zinsen und erhöhten Inflationsraten ausgehen. Wir betrachten die Rückkehr zu tieferen Zinsen jedoch nicht nur als vorübergehend, sondern als dauerhaft. Entsprechend gehen wir davon aus, dass es gerade bei Schweizer Aktien mittelfristig zu höheren Bewertungen kommen wird.

In den USA findet bei Technologieaktien nach einem berauschten 2023 vorübergehend eine Konsolidierung auf einem hohen Niveau statt. Das Allzeithoch des S&P 500 und die verhältnismässig geringen Schwankungen auf den nordamerikanischen Kapitalmärkten dürfen nicht dazu verleiten, die Zukunft nur rosafarben zu sehen.

Wir bleiben mit unserem fundamentalen Ansatz überzeugt davon, dass man äusserst selektiv vorgehen und jedes Geschäftsmodell im Einzelnen genau prüfen muss – z. B. auf seine konjunkturelle Resilienz hin oder auch auf die Preisfestlegungsmacht und die fortlaufenden Effizienzmassnahmen. Hohe Gewinne in der Gegenwart können keinesfalls dahingehend interpretiert werden, dass auch in Zukunft hohe Erträge anfallen werden. Die Wettbewerbskonstellation sowie die Innovations- und Anpassungsfähigkeit sind entscheidende Pfeiler, welche wir analysieren.

Wenn es beispielsweise um Künstliche Intelligenz geht, so verkauft Microsoft Schweiz ihre Lösung bereits an über 200 Schweizer Unternehmen, z. B. an die Mobiliar Versicherung, die damit die interne Kommunikation effizienter macht und den Mitarbeitenden den Zugriff auf Wissen erleichtert hat. Mancherorts sind es kleine Verbesserungen, mancherorts kann die Produktivität sehr deutlich erhöht werden. Abseits zu stehen, kann sich kaum ein Unternehmen leisten, das wettbewerbsfähig bleiben will.

Künstliche Intelligenz erhöht den Druck auf Unternehmen, sich neu zu erfinden. Das betrifft auch ganze Lieferketten und damit kommt

SAP ins Spiel. Wir sind nach wie vor überzeugt davon, sehr gute Aktiengesellschaften zu einer fairen Bewertung zu finden. Ein Beispiel, das uns seit Jahren überzeugt, ist der Walldorfer Softwarekonzern, der sich radikal umbaut und «auf zentrale strategische Wachstumsbereiche», vor allem Künstliche Intelligenz, konzentrieren wird. Man wolle die Nummer eins für Business-KI werden, sagte CEO Christian Klein. Dafür würden weltweit 8.000 Stellen wegfallen, die der Konzern anderswo wieder aufbauen werde.

Nicht nur in den Produkten, sondern auch in der operativen Struktur von SAP soll KI eingesetzt werden. Dadurch erhoffen sich die Walldorfer «organisatorische Synergieeffekte» – sprich Effizienzsteigerungen und Produktivitätsgewinne. Die höhere Effizienz, so der Plan, würde im nächsten Jahr 500 Millionen Euro zum operativen Gewinn beitragen. Das Betriebsergebnis 2023 lag bei 6.5 Milliarden Euro, wobei SAP hier die Berechnungsgrundlage geändert hat. Für 2024 rechnet SAP mit einem Betriebsergebnis von 7.6 bis 7.9 Milliarden Euro, ein eindrückliches Plus von 17% bis 21%. 2025 sollen die 10 Milliarden Euro erreicht werden.

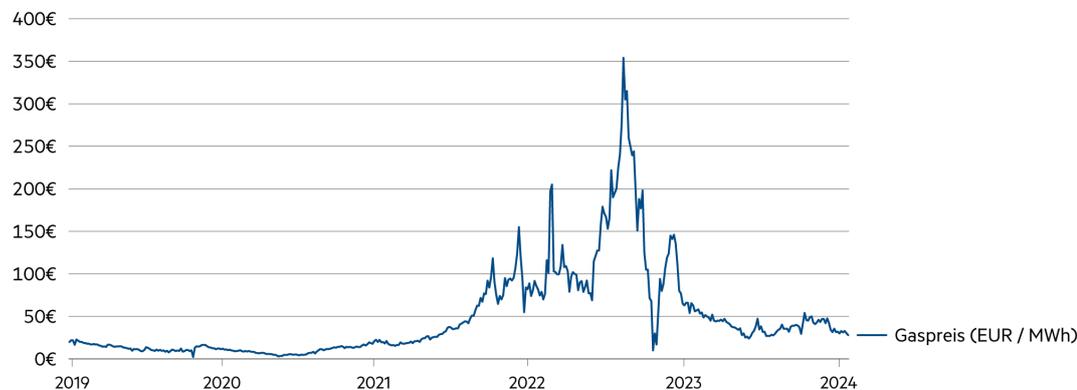
Mit diesen Zahlen hat SAP die Erwartungen der meisten Analysten übertroffen. Sowohl das Jahresergebnis wie auch die Ankündigung der KI-Transformation gefielen den Anlegern sehr: Der Aktienkurs des Softwareherstellers liegt mit einer Januar-Performance von +15% deutlich höher als zu Jahresbeginn, doch unser mittelfristiges Ambitionsniveau für diesen Konzern ist damit noch längst nicht erreicht.

Einst haben die SAP-Gründer das Computerunternehmen IBM aus sicherer Anstellung verlassen, um mit Innovationskraft betriebsnotwendige Geschäftssoftware zu programmieren, welche notwendig ist, um ein Unternehmen in Echtzeit zu steuern. Wie kein anderes Unternehmen besitzt SAP-Daten aus allen Unternehmensbereichen, von der Produktion über Finanzen bis zum Personal. Mit KI lassen sich nun wesentliche Schritte massgeblich optimieren, und das generiert die strategische Erfolgsposition von SAP.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	In der Schweiz sind nicht nur die SMI-Schwergewichte relevant. Vor allem unter den mittelgrossen Unternehmen gibt es eine Reihe von Perlen.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Der Euro Stoxx 50 beinhaltet eine Reihe von soliden Unternehmen. Wachstumsstarke Unternehmen findet man eher im Stoxx Europe 600.
Aktien USA	↗	↗	Es gibt zahlreiche düstere Perspektiven für den US-Aktienmarkt, aber mindestens so zahlreich sind auch die positiven Einschätzungen, auch für Tech-Aktien.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Mexiko profitiert von der Deglobalisierung und dem Near-Shoring der US-Industrie in Nordamerika überproportional.

Alternative Anlagen

Die Energiepreise fallen



Gaspreise normalisieren sich (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Mit der Normalisierung der Weltwirtschaft geht insbesondere auch eine Normalisierung der Energiepreise einher. Das hat massive Auswirkungen auf die gegenwärtige Inflation wie auch auf die Inflationserwartungen. Die Gas- und Strompreise im Grosshandel sind in Europa auf 10% ihrer Höchstwerte gefallen. Es ist höchste Zeit, dass die Versorger die tieferen Preise auch an die Privatverbraucher weitergeben und ihre monopolistisch erzielten Gewinne wieder reduzieren.

Die Preise sind auch deshalb so stark gefallen, weil die Nachfrage rückläufig ist. Ein anschauliches Beispiel ist derzeit die Schweiz. Das freiwillige Gassparziel von 15% (respektive rund 4'000 GWh) bis Ende März 2024 wird die Schweiz voraussichtlich erreichen. Von Oktober bis Dezember 2023 wurden bereits rund 71% der angestrebten Gesamtmenge eingespart. Die Schweiz trägt so solidarisch zum Gassparziel der EU-Mitgliedstaaten bei, um Engpässe bei der Energieversorgung in Europa zu verhindern.

Zur Senkung des Schweizer Gasverbrauchs dürften die überdurchschnittlich warmen Temperaturen im Oktober und Dezember, die immer noch hohen Endkundenpreise und die Sensibilisierung für die angespannte Situation der Gasversorgung beigetragen haben. Sicher hat auch die moderate konjunkturelle Entwicklung die Nachfrage sinken lassen. Aufgrund der aktuellen Situation (auch der Januar war überdurchschnittlich warm) besteht jedenfalls kein Handlungsbedarf für zusätzliche Sparmassnahmen im Gasbereich für den laufenden Winter.

Bei den Rohölnotierungen gibt es immer noch Risikofaktoren im Nahen Osten (z. B. Angriffe auf Tanker im Roten Meer), die unberechenbar bleiben. Die positive Aktualisierung der Weltwirtschaftswachstums-Prognosen durch den Internationalen Währungsfonds für das laufende Jahr (neu +3.1% statt +2.9%) und weitere positive Überraschungen aus der widerstandsfähigen US-Wirtschaft haben spekulativ die Preise etwas ansteigen lassen.

Doch wird dabei übersehen, dass sich das Wirtschaftswachstum vom Rohölverbrauch abgekoppelt hat. Dabei ist wichtig, dass die volkswirtschaftlichen Grossverbraucher unter den Energiekonsumenten wie China ständig energieeffizienter werden. Das hat auch damit zu tun, dass sich deren Wachstumsimpulse von energieintensiven Infrastrukturinvestitionen in den energieärmeren Konsum verlagern. Hinzu kommt die unerwartet starke Expansion von China in den Bereich der Solarenergieproduktion, welche zunehmend Kohle, Diesel und Benzin verdrängt. Zugleich investiert China viel in den Netzausbau sowie in die digitale Energiesteuerung sowie Energiespeicherung.

Interessant ist auch, dass die Ölfirmen sich angesichts des Ausblicks mit ihren Investitionen in die Ölförderung zurückhalten. Die Daten und Prognosen brachten Saudi Aramco dazu, seine derzeitigen Pläne zur Kapazitätserweiterung auf Eis zu legen. Das deutet auf schwächere Nachfrageaussichten hin. Das sind positive Signale für die Inflation.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Im Januar blieb der Bloomberg Commodity Index unverändert, d. h. es gab keine relevanten Preisveränderungen im Rohstoffbereich.
Gold, Edelmetalle	→	↗→	Mit zuletzt 1'762 CHF/Unze lag der Goldpreis etwa im Rahmen seines preislichen Durchschnitts der vergangenen Monate.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Der Nischenmarkt von ILS sowie von nachrangigen Versicherungsanleihen bleibt auch im 2024 attraktiv, unterstützt von einem verhältnismässig geringen Volumen.
Private Equity	↗	↗	Das Jahr 2024 dürfte im Bereich von Privatmarktanlagen interessant werden. Es befinden sich zahlreiche M&A und IPO-Transaktionen in Vorbereitung.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)					
			31.01.2024	01/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Aktien								
SMI	CHF	11'333.4	+1.8%	+1.8%	+3.8%	-16.7%	+20.3%	
SPI	CHF	14'774.5	+1.4%	+1.4%	+6.1%	-16.5%	+23.4%	
DAX	EUR	16'903.8	+1.4%	+1.4%	+13.1%	-16.3%	+10.4%	
CAC 40	EUR	7'656.8	+2.0%	+2.0%	+9.6%	-13.9%	+23.6%	
FTSE MIB	EUR	30'744.2	+1.8%	+1.8%	+20.4%	-17.3%	+17.3%	
FTSE 100	GBP	7'630.6	+0.7%	+0.7%	-0.3%	-8.8%	+16.7%	
EuroStoxx50	EUR	4'648.4	+3.3%	+3.3%	+12.1%	-16.0%	+16.0%	
Dow Jones	USD	38'150.3	+3.7%	+3.7%	+3.5%	-7.7%	+22.2%	
S&P 500	USD	4'845.7	+4.1%	+4.1%	+13.1%	-18.5%	+30.6%	
Nasdaq Composite	USD	15'164.0	+3.5%	+3.5%	+30.6%	-32.3%	+25.0%	
Nikkei 225	JPY	36'286.7	+6.9%	+6.9%	+8.6%	-19.7%	-2.6%	
Sensex	INR	71'752.1	+2.0%	+2.0%	+7.4%	-4.8%	+23.2%	
MSCI World	USD	3'205.3	+3.6%	+3.6%	+10.8%	-18.5%	+23.7%	
MSCI EM	USD	975.8	-2.4%	-2.4%	-2.6%	-21.5%	-1.8%	
Obligationen (gemischt)								
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	154.5	-0.6%	-0.6%	+2.2%	-13.2%	-3.0%	
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.7	-0.4%	-0.4%	+4.2%	-16.7%	-2.0%	
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	338.8	-0.2%	-0.2%	+8.7%	-13.6%	+1.4%	
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	263.6	-0.7%	-0.7%	+4.5%	-18.2%	-2.7%	
Staatsobligationen								
SBI Dom Gov	CHF	175.1	-2.5%	-2.5%	+12.5%	-17.0%	-4.2%	
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	140.9	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-15.0%	-3.5%	
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	180.4	-0.7%	-0.7%	+4.8%	-18.9%	-3.7%	
Unternehmensobligationen								
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	181.7	0.0%	0.0%	+5.7%	-7.5%	-0.5%	
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.6	-0.5%	-0.5%	+3.5%	-18.5%	-2.3%	
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	584.6	-0.3%	-0.3%	+8.5%	-13.7%	+4.1%	
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	164.5	0.0%	0.0%	+5.9%	-14.1%	-1.2%	
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	288.7	+0.6%	+0.6%	+9.8%	-10.9%	+3.2%	
Alternative Anlagen								
Gold Spot CHF/kg	CHF	56'482.5	+0.3%	+0.3%	+0.8%	+1.0%	-0.6%	
Commodity Index	USD	98.6	+2.4%	+2.4%	-20.4%	+15.1%	+30.8%	
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'391.3	+2.2%	+2.2%	+5.4%	-17.3%	+7.6%	
Währungen								
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8614	+2.4%	+2.4%	-9.0%	+1.3%	+3.1%	
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9319	+0.3%	+0.3%	-6.1%	-4.6%	-4.0%	
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5858	-1.8%	-1.8%	-15.4%	-11.0%	-7.5%	
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.0929	+2.0%	+2.0%	-4.2%	-9.3%	+1.9%	

Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden, allgemein zugänglichen Quellen. Für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation richtet sich ausschliesslich an Kunden/Interessenten aus der Schweiz und die rechtlichen Hinweise im Impressum auf www.zugerberg-finanz.ch finden entsprechend Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung. Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lussliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.01.2024; Wirtschaftsdaten per 31.01.2024; Wirtschaftsprognosen vom 31.01.2024; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.