



Blick vom Albis zum Zugerberg und auf die Alpen (Foto: Andreas Busslinger)

Globale Wachstumserwartungen leicht erhöht

Historisch beobachtet zeigen die Kapitalmärkte im Februar jeweils eine saisonale Schwäche. Doch im Jahr 2024 gibt es nur wenige Anzeichen für Schwäche. Auf allen Kontinenten kommt die Wirtschaft voran. Der Internationale Währungsfonds erhöhte jüngst die globalen Wachstumserwartungen für das laufende Jahr von 2.9% auf 3.1%. Zugleich verbesserte er die Aussichten für das Jahr 2025. Spürbar rückläufig ist die Inflation, was das Konsumentenvertrauen stärkt und die unternehmerische Investitionsbereitschaft stärkt.

In den USA ist man weit von der befürchteten Rezession entfernt, obschon eine superrestriktive Geldpolitik ihre Wirkung immer stärker entfaltet. Der Leitzins von 5.5% liegt weit über der Inflationsrate und noch deutlicher über dem wirtschaftlichen Trendpotenzial.

Das bereitet manchen Regionalbanken und Gewerbeimmobilien-Investoren Sorgen. Doch der Gesamtmarkt lässt sich weiterhin nicht aus der Ruhe bringen. Tiefe Schwankungen und anhaltende Zuflüsse aus dem Geldmarkt prägen die US-Aktienmärkte, und die Hoffnungen auf Leitzinssenkungen ab Juni bleiben intakt.

Auch die europäischen Aktienmärkte müssen sich nicht verstecken. Der Euro Stoxx 50 liegt mit einem satten Plus (+7.9% seit Jahresbeginn) etwa auf der gleichen Höhe wie der S&P500 (+6.8%). Die Geldpolitik ist weniger restriktiv und die Fiskalpolitik weniger expansiv als in den konjunkturell stärkeren USA. Vielerorts wird erwartet, dass die Europäische Zentralbank ihre erste Leitzinssenkung noch vor der US Federal Reserve vornimmt.

Im Februar positiv überrascht

Von einer saisonalen Schwäche war im Februar wenig zu spüren. In den letzten Jahren war der Februar stets mit einer negativen Monatsperformance versehen. Der Februar 2024 unterschied sich davon, weil sich die Aktien insbesondere in US-amerikanischen und europäischen Märkten gut entwickelten. Der aktienbezogene Swiss Market Index (SMI) legte leicht zu und liegt mit +2.7% gegenüber dem Jahresbeginn klar im Plus, allerdings weniger stark als der weltweite MSCI World (+5.3%).

Der anlehensbezogene Swiss Bond Index (AAA bis BBB Total Return) verbesserte sich im Februar leicht, liegt mit -0.3% dagegen weiterhin leicht unter dem Jahresbeginn. Das ist dennoch positiv, denn weltweit fielen die Renditen bei den Anleihen deutlich negati-

ver aus. Der Weltanlehensindex – in Schweizer Franken gesichert – steht bei -1.6%.

In der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. Revo1 mit einem hohen Anteil an Anleihen) überwog das Gewicht der Anleihen die Performance der Aktien und die Strategien notieren mehr oder weniger unverändert seit Jahresbeginn. Mit den bevorstehenden Zinssenkungen ab Q2/Q3 dürfte sich dies ändern. In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +1.5% und R3 mit +1.9% im Februar) lag die Gesamtrendite deutlich in der positiven Zone, was bereits früh im Jahr zu einer ansehnlichen Gesamtrendite führt.

Die dynamischen Risikoklassen 4 und 5 (z. B. Revo4 mit +2.0% und Revo5 mit +2.5% im Februar) legten abermals am stärksten zu.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

Wertentwicklung der Strategien*

	Februar 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz R1	+0.3% ↗	+0.2% ↗
Zugerberg Finanz R2	+1.0% ↗	+1.5% ↗
Zugerberg Finanz R3	+1.9% ↗	+2.9% ↗
Zugerberg Finanz R4	+2.2% ↗	+3.2% ↗
Zugerberg Finanz R5	+1.1% ↗	+2.1% ↗
Zugerberg Finanz RDividenden	+1.6% ↗	+2.9% ↗
Zugerberg Finanz Revo1	+0.1% ↗	+0.0% →
Zugerberg Finanz Revo2	+0.8% ↗	+1.3% ↗
Zugerberg Finanz Revo3	+1.5% ↗	+2.1% ↗
Zugerberg Finanz Revo4	+2.0% ↗	+3.3% ↗
Zugerberg Finanz Revo5	+2.4% ↗	+3.9% ↗
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+1.7% ↗	+3.0% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.3% ↘	-3.1% ↘
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.3% ↘	-4.7% ↘
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.4% ↘	-6.2% ↘

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

Wertentwicklung der Strategien*

	Februar 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.3% ↘	-0.6% ↘
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.4% ↗	+0.5% ↗
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.8% ↗	+1.3% ↗
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+1.3% ↗	+2.3% ↗
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+1.5% ↗	+2.2% ↗

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

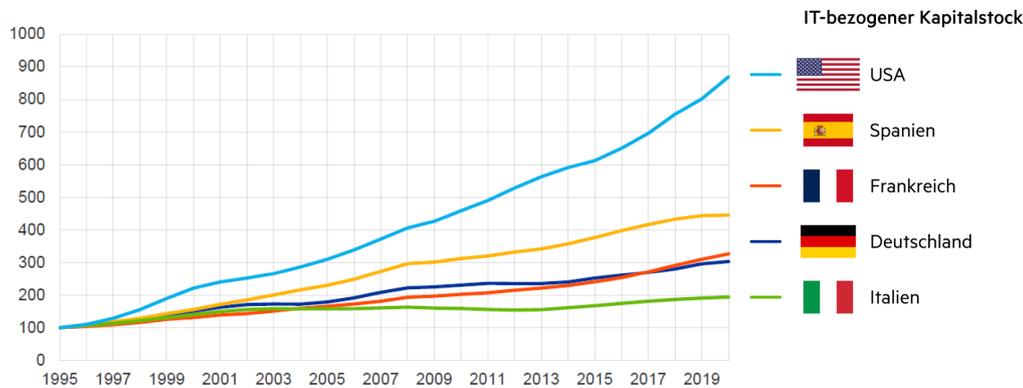
Wertentwicklung der Strategien*

	Februar 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.1% ↗	+0.0% →
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.8% ↗	+1.3% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.5% ↗	+2.1% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+2.0% ↗	+3.3% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+2.4% ↗	+3.9% ↗
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+1.7% ↗	+3.0% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.3% ↘	-3.1% ↘
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.3% ↘	-4.7% ↘
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.4% ↘	-6.2% ↘

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

Makroökonomie

Wettbewerbsfähigkeit steht auf dem Spiel



Zunehmende Differenz zwischen IT-Aufwendungen in der Eurozone vs. USA (Quelle: Isabel Schnabel, EZB, 16. Februar 2024)

Mehr als 30 Jahre nach ihrer Gründung wird die europäische Wirtschafts- und Währungsunion weitgehend als Erfolg angesehen. Sie hat unter den Europäern stetig an Unterstützung gewonnen. Doch die Wettbewerbsfähigkeit ist bedroht. Viele Unternehmen im Euroraum sind Nachzügler. Im Vergleich zu vielen ihrer weltweiten Konkurrenten investieren sie weniger in Sachkapital sowie in Forschung und Entwicklung und sie sind dadurch weniger produktiv.

Um europäische Unternehmen in die Lage zu versetzen, den technologischen Rückstand aufzuholen, müssten die verbleibenden Hindernisse für den freien Waren-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehr in Europa beseitigt werden. Unternehmen wären dann in der Lage, in einem Umfeld des disruptiven technologischen Wandels zu konkurrieren und zu gedeihen.

Europa blickt auf eine lange Geschichte der Innovation zurück. Von der «blauen Banane» ist beim Wirtschaftshistoriker Tobias Straumann die Rede. Im 16. und 17. Jahrhundert markierten die Entdeckungen von Kopernikus und Newton einen Wendepunkt für den gesellschaftlichen und wissenschaftlichen Fortschritt. Im 18. und 19. Jahrhundert legte der Aufstieg der europäischen Industrie den Grundstein für die moderne Gesellschaft und die damit einhergehenden erheblichen Verbesserungen des Lebensstandards.

Nach dem Zweiten Weltkrieg wurde Europa erneut zum Motor des Produktivitätswachstums in der Welt. Die Arbeitsproduktivität im Vergleich zu den USA stieg rapide an. Doch seit Beginn des 21. Jahrhunderts verlangsamte sich das Produktivitätswachstum. Viele Unternehmen konnten sich von diesem Verlust an Wettbewerbs-

fähigkeit bislang nicht erholen. Das Produktivitätswachstum blieb gedämpft, eine Entwicklung, die in jüngster Zeit durch die Auswirkungen der Pandemie und des Krieges in der Ukraine noch verstärkt wurde.

Eine der Hauptursachen für die düstere Produktivitätsentwicklung liegt darin, dass es europäischen Unternehmen nicht gelingt, die durch die Informations- und Kommunikationstechnologien (kurz IKT) ermöglichten Effizienzgewinne zu nutzen. Investitionen in die IKT haben die US-Wirtschaft grundlegend verbessert. Infolge der erhöhten Investitionen stieg das jährliche Produktivitätswachstum im Dienstleistungssektor in den USA um durchschnittlich 3.2%, verglichen mit nur 0.9% in Europa.

Der durch den IKT-Boom ausgelöste Produktivitätsschub könnte sich durch Künstliche Intelligenz und andere Spitzentechnologien noch verstärken. Ein Blick auf multinationale US Unternehmen, die in Europa tätig sind, veranschaulicht dies gut. Diese Unternehmen erzielen trotz gleicher rechtlicher Rahmenbedingungen deutlich höhere Produktivitätsgewinne als ihre europäischen Konkurrenten, weil sie nicht nur IKT-Investitionen tätigen, sondern gleichzeitig IT-komplementäre Organisationsänderungen einführen, um die Produktivitätsgewinne der digitalen Technologien zu nutzen.

Aus solchen Beobachtungen heraus stellen wir ebenfalls Anforderungen an Unternehmen, bevor wir sie für unsere Portfolios selektieren. Denn kurzfristig mögen Gewinne interessant sein. Langfristig geht es jedoch vielmehr darum, lern- und anpassungsfähig zu sein, um mittels Produktivitätsgewinnen an Wettbewerbsfähigkeit zuzulegen – im Industrie- und im Dienstleistungssektor.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Am 21. März tritt die SNB zu ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung zusammen. Die Wahrscheinlichkeit einer Leitzinssatzsenkung um 0.25% auf 1.5% liegt bei 52%.
Eurozone, Europa	↗	↗	Für den Euroraum rechnen wir mit einem realen BIP Wachstum von +1.0% (2024). Für die Schweiz dürfte es mit +1.2% ein bisschen höher liegen – ohne Rezession.
USA	↗	↗	Der Wirtschaftsboom wird derzeit teuer erkaufte: 834.2 Mrd. \$ Neuverschuldung im 3Q23 für 334.5 Mrd. \$ Wachstum – ein nicht nachhaltiges Verhältnis von 2.5 zu 1.
Rest der Welt	↗	↗	China muss seine Transition der Wirtschaft massiv verändern, will es doch schliesslich die USA als die weltgrösste Volkswirtschaft ablösen.

Liquidität, Währung

Die Schweiz dürfte stärker wachsen als erwartet



Einkaufszentrum «Sihlcity» in Zürich (Foto: zVg)

Die jüngsten Prognosen gehen immer noch von einem besonders starken Schweizer Franken aus und sehen entsprechend kräftige Bremsspurten auf die Schweizer Volkswirtschaft zukommen. Wir gewichten dagegen die politische Stabilität und die Verfügbarkeit von (hoch-)qualifizierten Arbeitskräften als herausragende Merkmale, welche der hiesigen Wirtschaft im europäischen Wettbewerbsvergleich einen zusätzlichen Schub verleihen dürfte. Die Attraktivität des Standorts Schweiz bleibt ungebrochen.

Das reale BIP der Schweiz dürfte sich im laufenden Jahr mit +1.5% solid entwickeln. Weder bahnt sich eine Strom- und Energiekrise noch eine nachfrageinduzierte Rezession an. Mit einem ähnlichen Wachstum ist auch im Jahr 2025 zu rechnen. Ein Teil davon ist gewiss auf die Nettozuwanderung zurückzuführen, ein Teil jedoch auch auf das Bildungsniveau und die raschere IKT-Adaption als in den benachbarten Ländern. Der Beschäftigungszuwachs betrug im vergangenen Jahr +1.7%, was den Konsum insgesamt um +2.1% steigen liess.

Wichtig ist ausserdem, dass aufgrund der Frankenstärke die Inflationsentwicklung bereits im Jahr 2023 in den Zielkorridor zurückgeführt werden konnte. Mittlerweile drohen keine Zweitrundeneffekte mehr – auch weil die SNB ihren Leitzins im Laufe der nächsten vier Sitzungen auf das neutrale Niveau zurücknehmen dürfte. Das sorgt

für sinkende Geldmarktzinsen, für einen stabilen Referenzzinssatz, für stabile Mieten und für sinkende Zinsaufwendungen für Saron-basierte Hypothekarschuldner und damit erhöhte frei verfügbare Haushalts-Einkommen.

Im laufenden Jahr kommt begünstigend hinzu, dass die weltwirtschaftlichen Prognosen erhöht wurden. Zudem büsste der Franken in den ersten zwei Monaten des Jahres 2024 etwas von seiner überragenden Langzeit-Stärke ein. Der Euro legte gegenüber dem Franken um +2.9% auf 0.96 zu. Der Dollar steigerte sich dank bedeutend höheren nominellen Zinsen und verringerten Zinssenkungsphantasien gar um +5.1% auf 0.88. Das verbessert unmittelbar den Ausblick für die meisten Schweizer Unternehmen, insbesondere jedoch für die arbeitsintensive Exportindustrie und die Tourismusbranche. Die tieferen Zinsen, die sich auf dem Swap-Markt bereits in der Gegenwart für vorteilhafte Konditionen nutzen lassen, stützen die Bauindustrie. Sie sorgen dafür, dass die Schweizer Wirtschaft in vielfältiger Breite auf ihren Wachstumskurs zurückkehrt.

Das verbesserte aussenwirtschaftliche Umfeld hat allerdings auch eine Kehrseite. Wer seine ausländischen Umsätze, Erträge oder Anlagen in Franken absichern möchte, sieht sich erhöhten Absicherungskosten gegenüber. Den Dollar abzuschichern kostet den Franken-Anleger inzwischen 3.9% jährlich. Beim Euro sind es 2.4%.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Inflationserwartungen sind rückläufig. Zudem kann damit gerechnet werden, dass die Geldmarktanlagen im Laufe des 2024 stark rückläufig verzinst werden.
Euro / Schweizer Franken	↗→	↗→	Im Laufe des Jahres ist weiterhin mit einem erstarkenden Euro zu rechnen. Das ist für die Mehrheit der Schweizer Unternehmen vorteilhaft.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Die makroökonomischen Signale aus den USA sind schwierig zu deuten. Doch die Unternehmensgewinne im S&P 500 nehmen weiterhin zu.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Die Eurozone steht vor einer Phase des beschleunigten Strukturwandels. Doch Deutschland bleibt vorderhand die drittgrösste Volkswirtschaft der Welt.

Anleihen

Fortgesetzte Korrektur der Anleihsrenditen

		Ende 2023	29. Februar 2024	Differenz
USA		3.8%	4.2%	+0.4%
Deutschland		1.9%	2.4%	+0.5%
Italien		3.5%	3.8%	+0.3%
Grossbritannien		3.4%	4.1%	+0.7%
Schweiz		0.6%	0.7%	+0.1%

Veränderung der Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen seit Jahresbeginn (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im Februar 2024 sind die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen weiter angestiegen und liegen rund 30 bis 70 Basispunkte höher als zu Jahresbeginn. Einzig in der Schweiz als Insel der Stabilität blieb der Anstieg kaum spürbar. Der Renditezuwachs sorgte für deutlich tiefere Anleihensurse. Wir sind jedoch überzeugt davon, dass es in diesem Jahr aufgrund der moderaten Inflationsraten zu Zinssenkungen kommen wird, wenn auch in einem geringeren Umfang als bisher angenommen.

Die Schweiz ist geldpolitisch eine Insel der Glückseligkeit. Die Inflationsrate ist mit tiefen +1.2% gegenüber dem Vorjahr längst in den Zielkorridor der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zurückgekehrt. Auch die Inflationserwartungen halten sich in einem moderaten Rahmen. Der wirtschaftliche Aufschwung ist zwar spürbar, doch wirkt er keineswegs inflationär. Deshalb dürfte die SNB demnächst von ihrem stark restriktiven Kurs mit einem Leitzins von hohen +1.75% abrücken.

Die zentrale Frage ist nur noch, ob sie dies anlässlich der geldpolitischen Lagebeurteilung am 21. März oder am 20. Juni vornehmen wird. Die allgemeine Markterwartung ist, dass die SNB bis zum Jahresende drei Leitzinssenkungen vornehmen und den Leitzins von +1.75% auf das geldpolitisch neutrale Niveau von +1.0% zurückführen wird. Das ist keineswegs eine Spekulation. Im Interbankenleihgeschäft (Swap-Markt) werden die schrittweisen Zinssenkungen bereits vorweggenommen. Entsprechend lassen sich heute auch schon wieder Festhypotheken zu deutlich tieferen Zinssätzen als bei geldmarktbasieren SARON-Krediten abschliessen.

Die Zinsterminkontrakte im Ausland haben sich dagegen relativ deutlich von der Schweiz unterschieden. Sie stiegen im Monat Februar erneut an, nachdem die von der Januar-Kälte witterungsbedingt stark geprägte CPI Inflation in den USA weit über den Konsensserwartungen lag. Der Anstieg der vom Fed stärker beachteten PCE Inflation, die sich an den tatsächlichen Konsumentenausgaben orientiert, blieb mit +2.8% im Kern gegenüber dem Vorjahr erwartungsgemäss auf dem Sinkflug. Das führte am Monatsende zu einer Beruhigung der nervösen, ungewöhnlich stark volatilen Anleihensmärkte.

Dennoch rechnen die Märkte mit einer grösseren Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation noch für einige Monate über dem 2%-Ziel der Fed bleibt. Die Tatsache, dass der wesentliche Anstieg der Konsumentenpreise auf Dienstleistungen (ohne Wohnungsbau) zurückzuführen ist, war für manche besorgniserregend. Denn das deutet darauf hin, dass die Nachfrage weiterhin stark genug ist, dass die Unternehmen ihre Gewinnmargen weiter erhöhen können. Die momentanen Inflationswerte führten umgekehrt auf den Aktienmärkten zu Gewinnaufwärtsrevisionen und zu diversen neuen Index-Höchstwerten (S&P 500, Nasdaq, Euro Stoxx 50, DAX, Nikkei).

Nach wie vor dürften im Laufe des Jahres nicht nur die Leitzinsen, sondern auch die Renditen der langfristigen Staatsanleihen (in USD und EUR) wieder deutlich sinken. Deshalb beurteilen wir das gegenwärtige Risiko/Ertrags-Verhältnis in unseren Anleihenslösungen als attraktiv, insbesondere falls sich das Wachstum der US-Volkswirtschaft verlangsamt.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→↗	↗	Die Staatsverschuldung in den USA ist in den letzten Jahren dramatisch angestiegen, während die europäischen Schulden real stagnierten.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Viele Unternehmen beanspruchten jüngst in teils rekordverdächtigem Umfang den Kapitalmarkt, um sich Finanzkraft für M&A Transaktionen zu beschaffen.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Die besten Renditen im bisherigen Jahresverlauf liessen sich mit europäischen Hochzins- und Hybrid-Anleihen erzielen. Davon profitierte unsere Kundschaft.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Eine Kernposition im Portfolio



(Foto: LR Health & Beauty Systems GmbH)

Anleihen sollten eine Kernposition im Portfolio bleiben. In schlechten wirtschaftlichen Zeiten kommt insbesondere dem Zugerberg Income Fund (ZIF) mit seinem hohen Durchschnittsrating eine wichtige Pufferfunktion zu. Im vergangenen Monat litt er allerdings unter der aufstrebenden Konjunktur, welche die Benchmarkrenditen ansteigen liess. Umso mehr profitierte der auf Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund (COF) und liegt nach zwei Monaten mit +1.7% deutlich im Plus.

Im Februar erzielte der zinssensitive ZIF mit seinen 291 Anleihen eine Rendite von -1.1% und lag damit im Gegensatz zum Vormonat etwas unter dem Swiss Bond Index. Der Weltanleihensindex (in Schweizer Franken abgesichert) büsste mit -1.1% im Februar mehr Terrain ein und liegt seit Jahresbeginn bei -1.6%. In den ersten zwei Monaten sorgten die verbesserte wirtschaftliche Konjunktur und damit die Aussichten auf geringere Zinssenkungen als bisher angenommen für grossen Druck auf die Anleihenmärkte. Wir gehen davon aus, dass dieser Druck auf die Anleihenmärkte in den kommenden Wochen nachlässt.

Während der Konsens anfangs Jahr noch eine Zinssenkung der Fed bis März 2024 erwartete, legten diverse Kommentare und Referate von Fed Offenmarktausschuss-Mitgliedern im Anschluss an die Januar-Sitzung nahe, dass eine Senkung demnächst höchst unwahrscheinlich sei. Die Märkte rechnen inzwischen mit einer Wahrscheinlichkeit von nur noch 64%, dass die Fed die Zinsen im Juni senkt, weil die US Wirtschaft derzeit derart robust wächst, und dass der Fed Leitzinssatz am Ende des Jahres 2024 bei 4.5% liegen wird. Das impliziert, dass es zu drei Leitzinssenkungen kommen wird.

Der begrenzte Renditeanstieg bei den langfristigen Benchmark-Anleihen wiederum spiegelt höchstwahrscheinlich wider, dass die Märkte nach wie vor Zinssenkungen einpreisen – nur eben später in diesem Jahr und bis weit hinein ins 2025 und 2026. Deshalb hielten sich Risikoanlagen relativ gut. Sämtliche Aktienmärkte legten im Februar zu. Bei den Kreditmärkten hielten sich die Risikoprämien (die sogenannten «Spreads») weiterhin gut. Gegenüber dem Jahresbeginn glitten die Spreads im amerikanischen Investment Grade Segment wie auch im europäischen Bereich leicht zurück. Auffälliger war der Rückgang im europäischen iTraxx Crossover sowie bei den hybriden Anleihen, die teils im COF mit seinen 173 Anleihen Eingang finden.

Die Outperformance des COF im laufenden Jahr ist zum Teil auf die Selektion und zum Teil auf die zugrundeliegenden Marktsegmente zurückzuführen. Die Segmente «High Yield» sowie «nachrangige Finanzanleihen» sowie Anleihen aus der Immobilienbranche entwickelten sich überdurchschnittlich und trugen einen erheblichen Teil zu diesem Ergebnis bei.

Im COF ist die Zinssensitivität deutlich geringer als im ZIF. Dagegen befinden sich im COF Anleihen von Unternehmen, deren Rating durchschnittlich geringer ist. Das bedeutet umgekehrt, dass umso mehr Sorgfalt bei der Selektion erforderlich ist. Eine neue Anleihe, die wir ins Portfolio aufgenommen haben, ist die deutsche LR Health & Beauty, die zum berühmten Quadriga Private Equity Portfolio zählt. Deren Produkte wie Aloe Vera sind Haushaltsnamen in Deutschland, die besonders in jüngeren, digital affinen Bevölkerungsgruppen grossen Zuspruch geniessen.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2024 (seit Jahresbeginn)	-1.2%	+1.6%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-9.5% (-1.7%)	+27.2% (+2.2%)
Anteil positiver Renditemonate	51%	67%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	123 BP (-9 BP)	516 BP (-29 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A-	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

Mieten stabilisieren sich



Wohnimmobilien in Zürich (Foto: zVg)

Mit der Aussicht auf tiefere Leitzinsen durch die Schweizerische Nationalbank verbessern sich auch die Perspektiven für Mieterinnen und Mieter. Allerdings gibt es weitere Sorgen auf dem Schweizer Immobilienmarkt. Der Zeitraum zwischen Baugesuch und Baubeginn hat sich in den vergangenen zwölf Jahren um zwei Drittel verlängert. Das kostet Geld und reduziert das Wohnungsangebot.

Nach einer Phase der verhaltenen Preisentwicklung auf den Wohneigentumsmärkten ist mittelfristig wieder mit steigenden Preisen zu rechnen, vor allem im unteren und mittleren Segment, wie der Immobilienexperte FPRE den zyklischen Ausblick einschätzt. Das betrifft auch Renditeliegenschaften, da diese parallel von den leicht erhöhten Mieterträgen und sinkenden Refinanzierungskosten profitieren.

Die Schweiz ist ein Land der Mieterinnen und Mieter. Wohneigentum ist nur für wenige finanzierbar. Umso wichtiger ist das Angebot, zumal die Nettozuwanderung anhält. Im Jahr 2022 lag der Zuwanderungssaldo bei +80'000 Personen, im vergangenen Jahr bei rund +100'000. Das sorgt insbesondere in der Deutschschweiz für einen immer enger werdenden Mietwohnungsmarkt. Der Bauwille wäre grundsätzlich vorhanden, doch die Genehmigung von Baugesuchen kommt schleppend voran. Der Zeitraum zwischen Baugesuch und Baubeginn verlängerte sich in den vergangenen zwölf Jahren um zwei Drittel.

Einer der grössten Bauherren in der Schweiz ist Swiss Life. Investmentchef Stefan Mächler erfreut sich an den Vorteilen von Immobili-

en: «Immobilieninvestitionen in der Schweiz haben derzeit zwei Vorteile. Einmal der Inflationsschutz bei gewerblichen Immobilien und zum anderen der Zinsschutz durch den Referenzzinssatz bei Wohnimmobilien.» Doch sieht er zunehmende Hindernisse: «Wir sprechen jetzt über Zeiträume von 100 bis 500 Tagen [zwischen Baugesuch und Baubeginn]. Das kostet Geld und bringt keine neue Wohnung. Ein wichtiges Element ist dabei die steigende Zahl der Einsprachen. Mit weniger Bautätigkeit auf der grünen Wiese und mehr Verdichtung ist auch die Zahl der Rekurse gestiegen. Wir könnten bis zu 1'000 Wohnungen pro Jahr bauen, wenn man uns liesse. In diesem Jahr werden es mehrere Hundert sein.»

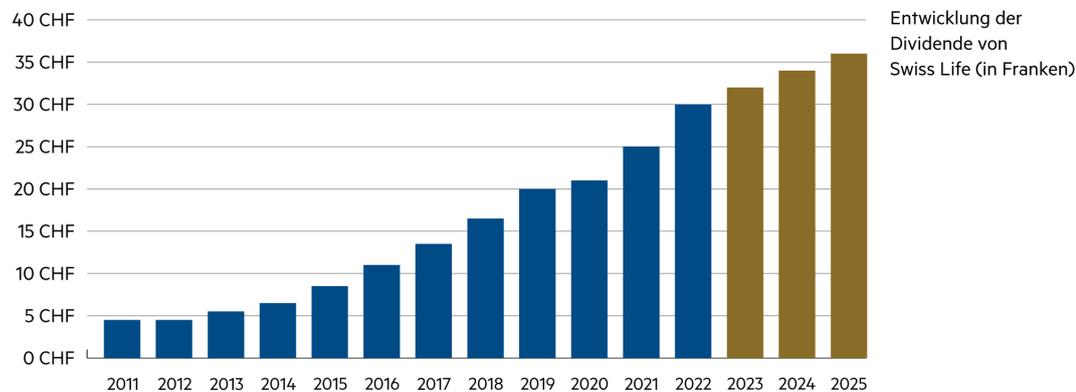
Interessant ist, dass die Preise für Eigentumswohnungen in jüngster Zeit wieder klar zugenommen haben (2023: +3.4%) – in rasch erreichbaren Bergregionen mehr als in den Grossstädten und ihren Agglomerationen. Das dürfte auf die zunehmende Möglichkeit, im «Home Office» zu arbeiten, zurückzuführen sein. Bei den Einfamilienhäusern lag der Zuwachs tiefer (+2.4%). Eine Stütze sind gewiss die sinkenden Zinsen auf Hypothekarkrediten, welche die Nachfrage stützen werden.

Mehrjährige Festhypotheken sind bereits wieder für teils deutlich weniger als 2.0% Zins erhältlich. Deshalb überraschte es auch nicht, als das Bundesamt für Wohnungswesen am 1. März 2024 einen unveränderten Stand von 1.75% als hypothekarischen Referenzzinssatz verkündete. Der zugrundeliegende Durchschnittszinssatz dürfte sich im weiteren Jahresverlauf kaum wesentlich verändern, denn die weit verbreiteten Geldmarkthypotheken dürften sich ab Mitte Jahr 0.25% und innert Jahresfrist 0.75% günstiger werden.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→↗	↗	Bei den Eigenheimen klettern die Preise auch 2024 weiter. In den letzten 12 Monaten stiegen die Preise für Eigenheime um +2.9%, am stärksten in den Bergen.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	→	Die Lage auf dem Büromarkt bleibt angespannt und es ist kaum mit nennenswerten Nachfrageimpulsen zu rechnen. Die Marktmieten bleiben stabil.
Immobilienfonds CH	↗	↗	Dank sinkenden Zinsen, stabilen Ausschüttungsrenditen und erhöhten Mieterträgen steigt die Attraktivität der Schweizer Immobilienfonds.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die Perspektiven von weitsichtigen Infrastruktur-Unternehmen wie dem Flughafen Zürich mit seinem Gesamtangebot verbessern sich im Laufe des Jahres 2024.

Aktien

Ein Dividendenrekord im Frühjahr 2024



Entwicklung der Dividende von Swiss Life; Schätzungen von 2023 bis 2025 (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im Frühjahr 2024 kommt es zu rekordhohen Dividendenausschüttungen. Davon profitieren insbesondere jene Mandate, die über eine hohe Aktienquote verfügen. Am stärksten prägt dies naturgemäss die Strategie «Dividenden». Seit wir diese Strategie vor fünf Jahren etabliert haben, hat der Dividendenstrom bislang in jedem Frühjahr gegenüber dem Vorjahr jeweils zugenommen. Rund 80% der Aktien in unserem Dividendenportfolio erhöhen im Frühjahr 2024 ihre Dividende.

Ein typisches Beispiel für einen soliden Aktienperformer im Dividenden-Portfolio ist Swiss Life (+10% seit Jahresbeginn), eine Versicherungsgesellschaft mit einem starken Asset Management im Immobilienbereich. Inzwischen werden Immobilien im Wert von gegen hundert Milliarden Franken für Dritte verwaltet, was zu einem entsprechenden Gebühreneinkommen führt und die Ertragslage stabilisiert. Vor zehn Jahren lag die Ausschüttung pro Aktie noch bei 5.50 Franken. Im vergangenen Frühjahr wurden bereits 30 Franken ausgeschüttet, im Mai 2024 sind es noch etwas mehr.

Allein in den letzten fünf Jahren lag bei Swiss Life das Wachstum der Dividende bei 17.3%. Die Dividendenkapazität der Holding lässt ein weiteres Wachstum auch in Zukunft zu. Das hat die Anleger überzeugt und den Kurs von rund 200 Franken (2014) auf 640 Franken (2024) steigen lassen. Selbst auf dem gegenwärtigen Niveau liegt die Dividendenrendite mit knapp 5% auf einem attraktiven Niveau.

Eine Dividenderhöhung nimmt auch der Rückversicherer Swiss Re (+13%) vor, die aktuell immer noch mit einem Abschlag gegenüber den Mitbewerbern gehandelt wird. Die rund 6 Franken Dividende je

Aktie (im Wert von gegenwärtig 100 Franken) entspricht einer Dividendenrendite von 6%. Swiss Re hat 2023 einen Jahresgewinn von rund 3 Milliarden Franken erzielt und sitzt auf einem komfortablen Kapitalpolster. Zwar mussten die Schadenannahmen für das Jahr 2024 nach oben angepasst werden. Dafür konnten jedoch durchschnittlich 9% Preissteigerung durchgesetzt werden. Gleichzeitig erhöhte sich das Prämienvolumen ebenfalls um 9%.

Es ist keinesfalls zu spät, dividendenstarke Titel ins Portfolio aufzunehmen. Man findet sie in der risikoärmsten Anlageklasse genauso wie in risikofreudigeren Lösungen. Uns geht es vielfach nicht um die Dividendenhöhe, sondern um die Qualität des zugrundeliegenden Geschäftsmodell, möglichst konjunkturunabhängig ein Ertragswachstum zu generieren, das einen steigenden Dividenertrag ermöglicht.

Es gibt jedoch auch Ausnahmen dazu. Im US-Tech-Bereich ist es ungewöhnlich, Dividenden auszuschütten. Allfällige überschüssige Mittel werden in Aktienrückkaufprogramme investiert.

In Unternehmen, die wie beispielsweise Sika (-7% seit Jahresbeginn und damit deutliches Erholungspotenzial) ständig Marktanteile gewinnen und Akquisitionen zu bewältigen haben, liegt die Dividendenrendite eher tief. 1.3% beträgt sie bei Sika. Wichtiger ist da, die finanzielle Belastung durch Akquisitionen – jene von MBCC kostete 5.5 Milliarden Franken – so rasch wie möglich zu reduzieren und die Bilanz zu stärken. Den globalen Markt von Sika bezifferte CEO Thomas Hasler an der jüngsten Medienkonferenz auf 110 Milliarden Franken. Zwar sei Sika bereits bei 11% Marktanteil. Damit blieben 89% noch zu erobern, sagte Hasler augenzwinkernd.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	In der Schweiz haben die Schwergewichte Roche und Nestlé (-5% und -6%) stark negativ auf den Aktienindex in den ersten beiden Monaten gewirkt.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Der Euro Stoxx 50 (+7.9% seit Jahresbeginn) verkörpert die überraschend stark verbesserten Makro-Indikatoren aus der Eurozone.
Aktien USA	↗	↗	Wir haben Apple-Positionen abgebaut und Amazon aufgebaut. Der Versandhändler und Cloud Spezialist ist auch in den Dow Jones aufgestiegen.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Indien wächst noch stärker als erwartet. Derzeit sind reale BIP Zuwächse von +7.5% nicht unüblich. Manche Gliedstaaten wachsen noch deutlich stärker.

Alternative Anlagen

Börsengänge werden vorbereitet

In den kommenden Monaten und Quartalen wird es zu einer Reihe von Börsengängen kommen. Zahlreiche Privatmarktmanager nutzen die guten Marktbedingungen, um einen Teil ihrer Beteiligungen zu veräussern. In der Schweiz wird u. a. der Börsengang vom Telekomunternehmen Sunrise vorbereitet. Auch der Basler Auftragsfertiger Corden Pharma, welcher der französischen Privatmarktgesellschaft Astorg gehört, hat das Zeug zum Börsengang, ebenso wie die Luxusuhrenmarke Breitling, die zum Portfolio von Partners Group zählt.

Weltweit ist ein klarer Trend zu beobachten. Die Zahl der börsenkotierten Unternehmen nimmt ab. Manche werden freiwillig von der Börse genommen. In der Schweiz zählen zu den prominentesten Beispielen Hilti und Bucherer. Letztere wurde später von der Rolex Stiftung übernommen. Noch häufiger sind aber Übernahmen (krisenmotiviert bei Credit Suisse oder wachstumsorientiert wie zuletzt bei Aluflexpack), welche das Angebot verringern.

Der wichtigste Grund für einen Börsengang ist der erhöhte Bekanntheitsgrad, was sowohl auf den Absatzmärkten (im Wettbewerb um eine neue Kundschaft) als auch auf den Beschaffungsmärkten (im Wettbewerb um qualifizierte Mitarbeitende) für grosse Vorteile sorgen kann. Das gilt gewiss für den US-Teil von Holcim, der abgespalten und auf Antrieb in den S&P 500, den weltweit wichtigsten Aktienindex, aufgenommen werden soll. Industrieunternehmen wie die Zürcher Oberländer Firma Mettler-Toledo wie auch jüngst der deutsche Schuhhersteller Birkenstock sind in New York an die Börse gegangen. Mettler-Toledo würde von seiner Marktkapitalisierung in den SMI gehören, aber es wird die Zahl der Analysten und Investoren geschätzt, die man an der liquiden Börse der Welt vorfindet. Die Schweizer Sportschuhfirma On hat ihr Hauptquartier inklusive Flagship Store nur 200 Meter von der Schweizer Börse SIX entfernt, doch fühlt sich der zu den weltweit grössten Sportausrüs-

tern zählende Konzern in den USA wohler. Da wurden zudem mehr als 60% des Umsatzes (2022) erzielt.

Eine Kotierung gilt als Gütesiegel und verbessert den Austausch mit zahlreichen Stakeholdern. Über die letzten zehn Jahre an Bedeutung verloren hat das Motiv der Eigenkapitalbeschaffung, hält eine Studie der Hochschule Luzern fest. Dies ist sicherlich dem Tiefzinsumfeld von 2015 bis 2022 geschuldet, welches äusserst preisgünstige Fremdkapitalfinanzierungen ermöglichte. Dennoch bleibt die Eigenmittelbeschaffung der zweitwichtigste Grund. Das gilt insbesondere für Unternehmen mit einem Privatmarkt-Eigentümer wie beispielsweise Selecta, Swissport und Gategroup. Mit dem Börsengang werden Eigenmittel besorgt, häufig auch gleich Fremd- und Eigenkapitalverhältnisse neu geordnet und die Bilanz gesund strukturiert. Mit sinkenden Fremdkapitalzinsen, einer wachsenden Weltwirtschaft und einer geringen Volatilität an den Aktienmärkten dürfte es in den kommenden Monaten und Quartalen zu einer Reihe von Börsengängen kommen.

Manchem Börsengang wird jedoch ein Konzern zuvorkommen und das Unternehmen gleich vollständig übernehmen, ehe es an die Börse gebracht wird. Partners Group hat eine Reihe von Unternehmen, welche von der Grösse her für einen Börsengang geeignet wären. Dazu zählt etwa der Immobiliendienstleister Techem, bekannt als Ableser, der Wärme- und Wasserverbrauch in Mehrfamilienhäusern erfasst und auf dieser Grundlage die Kosten für die einzelnen Haushalte berechnet. Die vor über 70 Jahren gegründete Gesellschaft betreut heute rund 53 Millionen Messeinrichtungen und ist zentral, um dem Langfristtrend zur Energieeffizienz individuelle Verantwortung zu verleihen. Immer mehr werden auch Ladestationen für E-Autos in Mehrfamilienhäusern betreut, um dort ebenfalls den Verbrauch nach Benutzer aufzuschlüsseln.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Der technische Fortschritt sorgt dafür, dass immer weniger Rohstoffe benötigt werden. Rohstoffpreise befinden sich deshalb strukturell in einem Abwärtstrend.
Gold, Edelmetalle	↗	↗	Mit 1'810 CHF/Unze (+4.6% seit Jahresbeginn) legt der Goldpreis nur etwa einen Zehntel so stark zu wie der Bitcoin. Dessen Kapitalisierung beträgt 10% von Gold.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Im 2024 bleibt der Nischenmarkt von ILS sowie von nachrangigen Versicherungsanleihen attraktiv, unterstutzt von einer Reihe von interessanten Faktoren.
Private Equity	↗	↗	Das Jahr 2024 dürfte im Bereich von Privatmarktanlagen interessant werden. Das gilt für die Privatmarkt-Manager ebenso wie für die Privatmarkt-Investoren.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)					
			29.02.2024	02/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Aktien								
SMI	CHF	11'438.9	+0.9%	+2.7%	+3.8%	-16.7%	+20.3%	
SPI	CHF	14'857.7	+0.6%	+2.0%	+6.1%	-16.5%	+23.4%	
DAX	EUR	17'678.2	+7.0%	+8.5%	+13.1%	-16.3%	+10.4%	
CAC 40	EUR	7'927.4	+6.0%	+8.1%	+9.6%	-13.9%	+23.6%	
FTSE MIB	EUR	32'580.9	+8.5%	+10.4%	+20.4%	-17.3%	+17.3%	
FTSE 100	GBP	7'630.0	+2.0%	+2.7%	-0.3%	-8.8%	+16.7%	
EuroStoxx50	EUR	4'877.8	+7.4%	+10.9%	+12.1%	-16.0%	+16.0%	
Dow Jones	USD	38'996.4	+5.1%	+9.0%	+3.5%	-7.7%	+22.2%	
S&P 500	USD	5'096.3	+8.1%	+12.5%	+13.1%	-18.5%	+30.6%	
Nasdaq Composite	USD	16'091.9	+9.1%	+12.9%	+30.6%	-32.3%	+25.0%	
Nikkei 225	JPY	39'166.2	+8.3%	+15.8%	+8.6%	-19.7%	-2.6%	
Sensex	INR	72'500.3	+4.0%	+6.1%	+7.4%	-4.8%	+23.2%	
MSCI World	USD	3'337.2	+7.0%	+10.9%	+10.8%	-18.5%	+23.7%	
MSCI EM	USD	1'020.9	+7.6%	+5.0%	-2.6%	-21.5%	-1.8%	
Obligationen (gemischt)								
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.2	-0.8%	-1.4%	+2.2%	-13.2%	-3.0%	
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.0	-1.5%	-1.8%	+4.2%	-16.7%	-2.0%	
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	340.8	+0.6%	+0.4%	+8.7%	-13.6%	+1.4%	
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	263.7	+0.0%	-0.7%	+4.5%	-18.2%	-2.7%	
Staatsobligationen								
SBI Dom Gov	CHF	176.4	+0.7%	-1.8%	+12.5%	-17.0%	-4.2%	
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	138.5	-1.7%	-2.3%	-0.5%	-15.0%	-3.5%	
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	177.8	-1.4%	-2.1%	+4.8%	-18.9%	-3.7%	
Unternehmensobligationen								
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	182.0	+0.2%	+0.2%	+5.7%	-7.5%	-0.5%	
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.0	-1.9%	-2.4%	+3.5%	-18.5%	-2.3%	
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	584.3	0.0%	-0.4%	+8.5%	-13.7%	+4.1%	
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	162.7	-1.1%	-1.2%	+5.9%	-14.1%	-1.2%	
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	289.1	+0.2%	+0.7%	+9.8%	-10.9%	+3.2%	
Alternative Anlagen								
Gold Spot CHF/kg	CHF	58'133.2	+2.9%	+3.3%	+0.8%	+1.0%	-0.6%	
Commodity Index	USD	96.7	+0.9%	+3.2%	-20.4%	+15.1%	+30.8%	
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'404.8	+0.6%	+2.8%	+5.4%	-17.3%	+7.6%	
Währungen								
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8845	+2.7%	+5.1%	-9.0%	+1.3%	+3.1%	
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9557	+2.6%	+2.9%	-6.1%	-4.6%	-4.0%	
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5893	+0.6%	-1.2%	-15.4%	-11.0%	-7.5%	
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1167	+2.2%	+4.2%	-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 29.02.2024; Wirtschaftsdaten per 29.02.2024; Wirtschaftsprognosen vom 29.02.2024; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.