



Zugerberg, Hochmoor, Eigenried, Rigi (Foto: Andreas Busslinger)

## Weichenstellung für das Jahr 2024

Im Dezember beginnen wir traditionell damit, die Weichen für das kommende Jahr zu stellen. Aufgrund der rückläufigen Inflation ist auch mit sinkenden Leitzinsen zu rechnen.

Wichtig ist ebenfalls, dass die Diskontsätze für zukünftige Erträge tiefer angesetzt werden, weil die «risikolosen» Staatsanleihenrenditen bereits gefallen sind oder noch fallen werden. Das wiederum sorgt dafür, dass sämtliche Realanlagen mit positiven Cash-Flows, die einigermassen stabil über eine längere Periode erarbeitet werden können, in den kommenden zwei Jahren eine höhere Bewertung erfahren dürften. Davon profitieren Bereiche wie Infrastrukturbetriebe, Wohnimmobilien sowie Industrie- und Dienstleistungsunternehmen mit einem hohen Anteil von wiederkehrendem Geschäft. Da zählen wir Technologieanbieter wie Microsoft, Apple und Google dazu. Darunter sind ebenso Dienstleister wie SAP (ERP-Software)

und die Logistik-Provider Kühne+Nagel und DHL zu subsumieren.

Bei den Industrieunternehmen sind wir vorsichtiger und prüfen die Rezessionsresilienz genau. Wir vermeiden vieles im Metall- und Maschinenbau. Dafür favorisieren wir globale Leader wie Schneider Electric und Siemens, die in ihrem Geschäftsmodell mit einem hohen Industrie-IT-Anteil unterwegs sind. Sie stehen mit ihrer Kundschaft in enger Verbindung und generieren dank erhöhtem Einsatz von Künstlicher Intelligenz erhebliche Fortschritte in Arbeitsabläufen. Dadurch werden die Produktivität und somit die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Kunden gesteigert.

Es gibt auch kleinere Industrieunternehmen, die in Nischenmärkten eine herausragende Marktstellung erarbeitet haben. Beispiele dafür sind Accelleron, Bossard und u-Blox sowie Also.

## Die November-Performance war sehr gut

Der Monat November war für alle Anlageklassen gut. Die Anleihen in unseren Portfolios legten mit rund +2.7% deutlich zu. Die Infrastrukturtitel (+7.5%) nahmen im Durchschnitt stärker zu als der Swiss Market Index (SMI: +4.5%). Auf den Aktienmärkten lag die Monatsperformance unserer Aktien beinahe überall im Plus. Am stärksten entwickelten sich europäische Titel (Siemens +23%, Partners Group +20%, DHL +17%, Swissquote und SAP je +15%). Die amerikanischen Tech-Aktien (Microsoft +12%, Apple +11% und Alphabet +7%) legten auch deutlich zu. Deutlich stärker performte der Privatmarktanbieter KKR (+37% im November). Der Dollar verlor im November 3.9% an Wert, was den Kursanstieg der prominenten US-Aktien in Schweizer Franken spürbar minderte. Am stärksten entwickelte sich im Monat November die Anlageklasse Private Equity (+13%). Das führte dazu, dass jene Risikoklassen am meisten zugelegt haben, die über den höchsten Anteil an Aktien,

Infrastruktur und Private Equity verfügten. In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 +4.9%) lag die Monatsperformance leicht tiefer als in der dynamischen Risikoklasse 5 (z. B. Revo5 +5.9%, RevoDividenden +6.3%).

In der Gesamtjahresbetrachtung stehen die Dividenden-Strategien mit je einem zweistelligen Renditeplus (z. B. RevoDividenden +13.5%) an vorderster Stelle. Dabei geht rund 4% auf die Dividendenausschüttung der zugrundeliegenden Aktien zurück. Der restliche Teil der Gesamterrendite ist auf Kursgewinne zurückzuführen. Die beiden Aktien Nestlé (-5% seit Jahresbeginn) und Roche (-16%) sind in dieser Strategie gegenüber ihrer Gewichtung im SMI deutlich untergewichtet, was einen erheblichen Teil der aussergewöhnlich positiven Performance erklärt. Mit 10'854 Punkten liegt der SMI nur gerade 1.2% höher als zu Jahresbeginn.

## Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	November 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	+3.4%	+3.9%
Zugerberg Finanz R2	+4.0%	+6.0%
Zugerberg Finanz R3	+4.6%	+7.2%
Zugerberg Finanz R4	+5.2%	+8.8%
Zugerberg Finanz R5	+3.8%	+7.2%
Zugerberg Finanz RDividenden	+5.6%	+12.1%
Zugerberg Finanz Revo1	+3.4%	+4.8%
Zugerberg Finanz Revo2	+4.2%	+7.1%
Zugerberg Finanz Revo3	+4.9%	+8.2%
Zugerberg Finanz Revo4	+5.4%	+9.3%
Zugerberg Finanz Revo5	+5.9%	+10.4%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+6.3%	+13.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+4.0%	-6.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+4.7%	-10.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+5.3%	-13.5%

## Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	November 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+2.4%	+2.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+2.6%	+3.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+3.0%	+4.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+2.5%	+4.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+3.0%	+5.5%

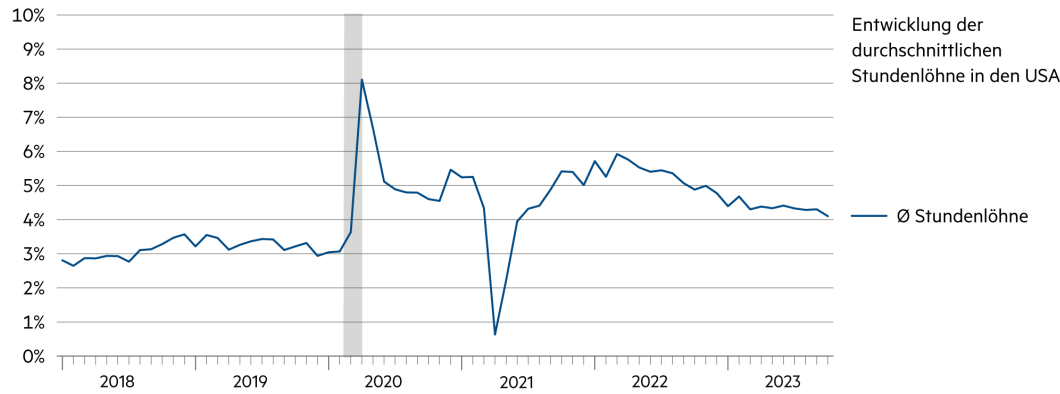
## Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	November 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+3.4%	+4.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+4.2%	+7.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+4.9%	+8.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+5.4%	+9.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+5.9%	+10.4%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+6.3%	+13.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+4.0%	-6.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+4.7%	-10.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+5.3%	-13.5%

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

Makroökonomie

## Der Konsum stabilisiert die Wirtschaft



Entwicklung der durchschnittlichen Stundenlöhne in den USA in den letzten 5 Jahren (Quelle: US Bureau of Labor Statistics | Grafik: Zugerberg Finanz – Rezessionsperiode grau hinterlegt)

Die Entwicklung der Stundenlöhne verdeutlicht, dass es in den USA nicht zu befürchteten Zweitrundeneffekten kommen wird. Der Arbeitsmarkt befindet sich auf einem guten Pfad der Normalisierung. Wie in Europa sorgen die höheren Nominallohne dank fallenden Inflationsraten für Reallohnsteigerungen, was zusammen mit einer höheren Zahl von Erwerbstätigen zu mehr Konsum und mehr makroökonomischer Stabilität führt.

Weltweit erwarten wir ein reales BIP-Wachstum von knapp +3% im Jahr 2024. Das geht einerseits auf das starke Wachstum in Indien, Indonesien und in abgeschwächter Form auch in China zurück. Weiteren Rückenwind erfährt die Weltwirtschaft durch wachsende reale Haushaltseinkommen und den entsprechenden Konsum. Der Widerstand durch die monetäre Verschärfung wird 2024 geringer. Die höheren Löhne wurden teils durch deutliche Produktivitätssteigerungen aufgefangen; in manchen Branchen sind die Lohnstückkosten real sogar spürbar gefallen.

Die Erholung der industriellen Produktionstätigkeit und eine erhöhte Bereitschaft der Zentralbanken, bei fallenden Inflationsraten auch die Leitzinsen zu senken, widerspiegelt den verhaltenen Optimismus, mit dem das Jahr 2024 beginnen dürfte. Wir gehen davon aus, dass die globale Kerninflation bis Ende 2024 nochmals deutlich zurückfallen wird, da unter Wettbewerbsdruck die Kerngüterinflation weiter sinkt und sich das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt weiter verbessert.

In den USA erwarten wir ein Wachstum des realen BIP in der Band-

breite von 1.5% bis 2.0% im Jahr 2024. Eindrücklich wächst das real verfügbare Einkommen, weil sich die Inflation stark zurückbildete und in manchen Branchen deflationäre Ausmass angenommen hat. Die Disinflation auf den Energie-, Arbeits-, Wohnungsmiet- und Automärkten sorgt dafür, dass die Wahrscheinlichkeit, in den nächsten zwölf Monaten in eine Rezession einzutreten, weiterhin tief bleiben wird. Sofern die (der Federal Reserve wichtigen PCE) Kerninflation bis Dezember 2024 auf knapp über 2% sinken wird, ist mit Leitzinssenkungen im kommenden Jahr zu rechnen.

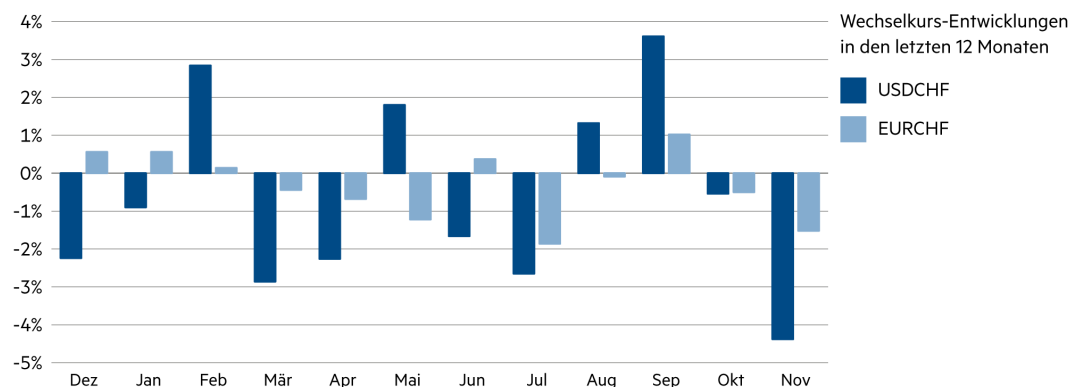
Im Euroraum bleibt der Pessimismus über die Aussichten weiterhin verbreitet. Immerhin kann man davon ausgehen, dass das reale BIP-Wachstum im Jahr 2024 auf 1.0% steigen wird. Das ist dem deutlichen Anstieg des real verfügbaren Einkommens, tieferen (Kredit-) Zinsen und dadurch höheren (Bau-)Investitionsaktivitäten zu verdanken. Die Kerninflation (3.6% im November) dürfte bis Dezember 2024 zur Preisstabilität zurückfinden, was sich in einem anhaltenden Rückgang der Dienstleistungsinflation und der Normalisierung des Lohnwachstums widerspiegelt.

Weil sich weltweit die meisten Volkswirtschaften besser entwickeln als jene in Westeuropa, bedeutet dies umso mehr, dass man sich in der Selektion von europäischen (und damit auch Schweizer) Aktien insbesondere auf die allerbesten Geschäftsmodelle konzentrieren muss. Bei aller Dominanz der US-Technologiegiganten darf nicht vergessen werden, dass Europa in vielen globalen Industrien über zahlreiche Perlen mit enormen Wettbewerbsvorteilen verfügt.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗→	↗	Die Schweiz bleibt innerhalb von Europa der Hort von geld- und fiskalpolitischer Stabilität, tiefer Inflation und verlässlichen Rahmenbedingungen.
Eurozone, Europa	↗→	↗	Ein äusserst selektiver Ansatz bei den Aktien und Anleihen in Europa ist in jedem Fall nötig, denn strukturell sind allzu viele Wachstumsblockaden vorhanden.
USA	↗→	↗	Nach einer Delle in den kommenden Monaten dürfte der Übergang zu einem tieferen Zinsniveau wieder zu einer längeren Wachstumsphase ab 1H24 führen.
Rest der Welt	↗	↗	China unterliegt einem wachsenden «Japanisierungsrisiko» mit schleppendem Wachstum, Stillstand der Regierung und anhaltendem Immobilienabschwung.

Liquidität, Währung

## Der schwankungsanfällige Dollar



Wechselkurs-Entwicklungen in den letzten 12 Monaten (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Wechselkursentwicklungen des Franken-Anlegers zum Euro waren im Laufe der letzten 12 Monate geradezu moderat im Vergleich zum Dollar. Die Schwankungsanfälligkeit des Dollars ist augenfällig. Im November resultierte der schwächste Monat (-3.9%) im laufenden Jahr. Durch die fallenden Anleiherenditen und die politischen Unsicherheiten im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen dürfte sich die Dollarschwäche im Jahr 2024 fortsetzen.

Der USDCHF-Kurs pendelte zuletzt zwischen 0.87 und 0.88 Franken. Das sind rund 5% weniger als zu Beginn des Jahres. Aufgrund der sinkenden Inflation in den USA und der daraus abgeleiteten Erwartung von mehreren Leitzinssenkungen in den kommenden zwei Jahren dürfte sich der Dollar weiter abwerten. Jedenfalls liegt die Kaufkraftparität ungefähr bei 0.80 Franken, also deutlich tiefer. Über kurze Perioden kann ein Wechselkurs stark von der Kaufkraftparität abweichen, über längere Zeit jedoch nicht.

Der EURCHF-Kurs war im Laufe der letzten zwölf Monate einmal mehr deutlich stabiler. Er büsste mit -3.7% gegenüber dem Jahresbeginn weniger ein wie der Dollar, zeigte aber auch bei den monatlichen Schwankungen geringere Ausschläge. Bei den Anleihen sichern wir die in Euro gehandelten Anleihen in Schweizer Franken ab. Das kostet derzeit 2.3% jährlich, mit der Aussicht auf geringere Absicherungskosten in den kommenden zwei Jahren. Zudem zeigt

die Kaufkraftparität (0.99) an, dass sich der Euro eher noch Richtung Parität entwickeln könnte.

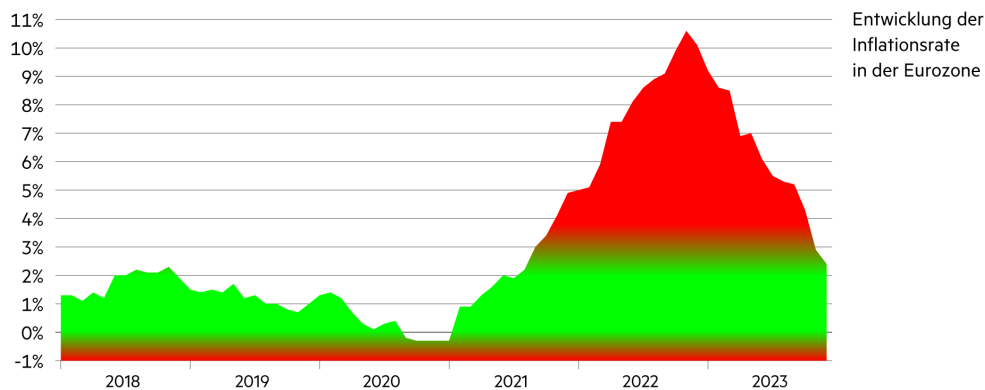
Auch in dieser Hinsicht zeigt sich der Dollar von der negativen Seite. Die Währung gegenüber dem Schweizer Franken abzusichern kostet derzeit 3.9%. In dieser Hinsicht erwarten wir jedoch, dass sich die Absicherungskosten in den kommenden Jahren aufgrund der geringeren Zinsdifferenzen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve verringern werden. Das macht dann insbesondere langjährige Anleihen auch von Schweizer Unternehmen wie Roche, Novartis und Zurich Insurance, die in USD emittiert wurden, attraktiv. In Dollar locken da jährliche Renditen von mehr als 5%: Fallen die Absicherungskosten auf 2%, resultiert letztlich ein Franken-Ertrag von jährlich rund 3% durch die solidesten Schuldner der Schweiz. Das ist eine enorme Differenz im Vergleich zur Rendite der zehnjährigen Eidgenossenleihe, die Ende November auf magere 0.8% fiel.

Der Inflationstrend in der Schweiz ist auf einem guten Weg. Der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) sank im November 2023 im Vergleich zum Vormonat um 0.2% und erreichte den Stand von 106.2 Punkten (Dezember 2020 = 100). Gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat betrug die Teuerung +1.4%. Die Kerninflation lag mit +1.4% noch deutlicher im Bereich der Preisstabilität. Der starke Franken sorgt für eine importierte Deflation.

Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↗	↗→	Wer dauerhafte Erträge über der Inflationsrate in der Schweiz (+1.4%) anstrebt, sollte überschüssige Liquidität in einem Wertpapier-Portfolio anlegen.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Mit 0.95 liegt der Wechselkurs in der Bandbreite der realistischen Erwartungen an dieses für die Schweizer Wirtschaft wichtige Währungspaar.
US-Dollar / Schweizer Franken	↘	↘	Im vierten Quartal dürfte das US BIP-Wachstum zwar noch positiv, aber eher schwach ausfallen. Entsprechend milde dürfte sich der Dollar-Auftrieb entwickeln.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Mit 1.05 wurde Ende September der tiefste Wert im laufenden Jahr gemessen. Die höhere Verzinsung im USD-Raum sorgt für einen entsprechenden Kapitalsog.

Anleihen

# Inflation auf Talfahrt



Die Entwicklung der Inflationsrate in der Eurozone von 2018 bis 2023; 12-Monats-Inflationsrate (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

**Das herausragende Ereignis für die Kapitalmärkte war in diesem Jahr die Talfahrt der Inflation. In der Eurozone lag sie im Oktober 2022 bei 10.6%. Nur 13 Monate später liegt die Inflation bei tiefen 2.4%. Damit ist die Gesamtinflation viel schneller zurückgegangen als es die Anleihenmärkte erwartet hatten. Bereits zeichnet sich ab, dass die Phase der sehr hohen Verzinsung von Anleihen und die hohen Kreditkosten für Unternehmen ebenfalls vorbei ist.**

Die hohe Inflation liess Befürchtungen aufkommen, dass Staaten wie Unternehmen grösste Mühe haben würden, die hohen Kapitalkosten unter dem restriktiven geldpolitischen Regime zu stemmen. Anleihen waren während einer längeren Periode in diesem Jahr nicht beliebt, zumal die Zentralbanken erst im Herbst 2023 damit begannen, die Leitzinsen nicht mehr zu erhöhen. Der Weltanleiheindex lag denn auch noch Mitte Oktober bei -3.5% seit Jahresbeginn. Nach dem verheerenden Anleihejahr 2022 schien sich ein weiteres schlechtes Jahr abzuzeichnen.

Doch mit dem Ende des Leitzinserhöhungszyklus und den weiterhin fallenden Inflationsraten drehte die Meinung in den vergangenen sechs Wochen. Genauso wie der Inflationsanstieg im Jahr 2022 unterschätzt wurde, haben selbst die Notenbanker den Inflationsrückgang im Jahr 2023 unterschätzt. Die Inflationsrate im Euroraum ist im November jedenfalls deutlich stärker gesunken als von vielen erwartet. Wie das europäische Statistikamt Eurostat mitteilte, betrug die Erhöhung der Verbraucherpreise im Vergleich zum Vorjahresmonat lediglich noch 2.4%. Das ist der stärkste Rückgang, den die Eurozone historisch je erfuhr.

In den Niederlanden und in Belgien herrscht bereits Deflation. In Italien lag die Inflation bei nur noch +0.7%. In Deutschland waren es +2.3%. Die höchste Rate im Euroraum hat die Slowakei mit +6.9%. Das Land befindet sich in einem starken Aufschwung, nicht zuletzt dank einem umfangreichen Reshoring, d. h. der Verlagerung von Produktionskapazitäten vom Fernen Osten nach Osteuropa.

Entsprechend braucht es Zeit, dies einzuordnen. Auffallend war übrigens, dass die Kerninflation 0.0% im Monat November betrug – mit einem kleinen Rückgang der Güterpreise und einem leichten Anstieg der Dienstleistungspreise. Aber selbst, wenn man das monatliche Rauschen ausblendet, hat sich die annualisierte Dreimonatsrate der Kerninflation in der Eurozone von 4.1% im Sommer auf 0.8% im November abgekühlt und liegt damit deutlich unter dem Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB).

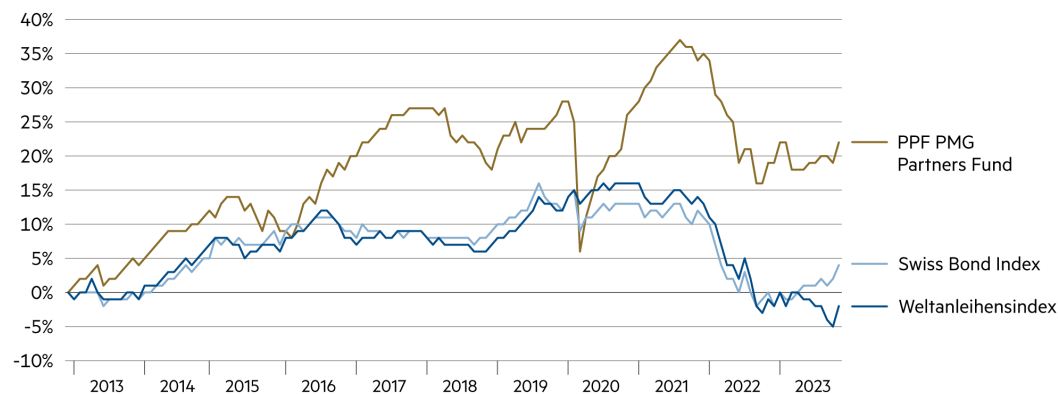
Für die EZB vermitteln die neuen Inflationswerte einen starken Rückenwind, um über Leitzinssenkungen zu diskutieren. Für einen Wirtschaftsraum, der rund 1% wächst und eine Inflation von rund 2% aufweist, ist ein Leitzinsniveau von 4% viel zu restriktiv. Wir glauben, dass bei einer Bestätigung dieser Inflationswerte die EZB bereits im zweiten Quartal 2024 eine erste Senkung vornehmen wird.

Die nächste Zinssitzung der EZB wird nächste Woche stattfinden. Wir erwarten, dass die Präsidentin Christine Lagarde in dem Sinne Stellung nehmen wird, dass es «noch zu früh für Siegesfeiern» sei. Das EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel äusserte sich jüngst dahingehend, dass «die letzte Meile» bei der Inflationsbekämpfung besonders hart werden könne.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	↗	↗	In der aktuellen Konjunkturphase erscheinen langfristige USD-Anleihen weiterhin als eine interessante Anlage über die kommenden 20 bis 30 Monate.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Wir erachten dieses Segment angesichts der moderaten Wachstumsaussichten für interessant, vor allem im Bereich der längeren Laufzeiten mit festen Coupons.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Der Markt für hybride Anleihen hat sich zuletzt gut entwickelt, verfügt jedoch noch über viel Potenzial. Die Erholungstendenz dürfte weit ins Jahr 2024 hineinreichen.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

## Strukturell verbesserte Aussichten



Kreditopportunitäten im Vergleich mit dem Weltanleihensindex und dem Swiss Bond Index (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im November erfolgten weitere qualitative Verbesserungen im Zugerberg Income Fund (ZIF) wie auch im Credit Opportunities Fund (COF), welche sich in den kommenden Jahren auszahlen dürften. Während der von Staatsanleihen geprägte Weltanleihensindex, in Franken gesichert, seit Jahresbeginn mit -0.2% immer noch im Minus liegt, vermochte der ZIF mit +3.7% gut zuzulegen. Der COF legte etwas weniger zu (+2.6%).

Die meisten grösseren Anleger verwenden als Messlatte für ihre Anleihen den Weltanleihensindex («Global Aggregate Total Return Index Hedged CHF»), in Franken abgesichert. Die Ausfallwahrscheinlichkeit ist da sehr gering, denn schwergewichtig besteht er aus Staatsanleihen sowie aus Unternehmensanleihen mit einem Top-Rating. Doch diese Sicherheit hat auch ihren Preis. Seit wir vor elf Jahren den Credit Opportunities Fund initiiert haben, legte dieser nach allen Kosten und Gebühren netto um +23.0% zu. Das entspricht einer durchschnittlichen Rendite von +1.9%. In dieser gesamten Periode hat der Weltanleihensindex kumuliert eine Einbusse erlitten (-2.1%). Das ergibt eine enorme Renditedifferenz zum COF von 25%, d. h. die höhere Sicherheit führte zu einer deutlich tieferen Rendite.

Man könnte natürlich argumentieren, dass man keinerlei Anleihen von den USA, Deutschland usw. in seinem Depot haben möchte. Wer sich in seiner Selektion ausschliesslich auf den kleinen Franken-Kapitalmarkt und die hier zur Verfügung stehenden Anleihen abstützt, dem bieten sich viel geringere Diversifikationsmöglichkeiten. Der Swiss Bond Index (SBI) verkörpert den Franken-Kapitalmarkt. Damit ändert sich das Bild nicht wesentlich. In den letzten elf Jahren hätte

sich mit dem SBI eine Gesamtrendite von +3.8% erzielen lassen, das entspricht einer jährlichen Rendite von +0.3%. Die Renditedifferenz zum COF beträgt rund 20% respektive jährlich 1.6%.

Der ZIF ist auf dem Weg, sich zwischen dem SBI und dem COF zu positionieren. Sein Rating ist stets von guter Qualität. Es liegt bei einem A- Rating. Das sieht man auch daran, dass die Kreditrisikoaufschläge gegenüber den entsprechenden Staatsanleihen durch aktives Handeln deutlich reduziert wurden. In der Null- und Negativzinsphase betrachteten wir höhere Risikoaufschläge für angemessen. Nun sind sie in den ersten elf Monaten des laufenden Jahres auf 150 Basispunkte (-170 Basispunkte) mehr als halbiert worden.

Dafür wurden die Ertragsmöglichkeiten in einem Umfeld von erhöhten Zinsen durch einen Trend zu längeren Laufzeiten gesteigert. Die Restlaufzeit der Anleihen ist zwar nicht derart hoch wie beim SBI, aber sie wurde im Laufe dieses Jahres deutlich erhöht. Als Massstab dafür wird die sog. Duration verwendet. Diese erhöhten wir von 3.8 (1. Januar 2023) um 35% auf 5.2 (30. November 2023), um vom höheren Zinsniveau bei den längerfristigen Anleihen für länger profitieren zu können. Fachtechnisch lässt sich zudem betonen, dass die Konvexität seit dem Sommer in vorteilhafter Weise verdoppelt wurde.

Der ZIF und der COF unterscheiden sich darin, dass der ZIF Opportunitäten in der Zinsstruktur verfolgt und der COF Opportunitäten bei den Kreditrisiken. Die Laufzeiten sind geringer, aber wir erhöhten die Duration seit dem Frühsommer von 1.8 auf 3.0. In einem wirtschaftlich soliden Umfeld kann davon ausgegangen werden, dass sich das Engagement in Kreditrisiken mit fixen Coupons lohnt.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	+3.7%	+2.6%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-10.4% (-2.0%)	+23.0% (+1.9%)
Anteil positiver Renditemonate	52%	66%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	150 BP (-80 BP)	662 BP (+6 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A-	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

## Wichtige Datenzentren



Strom- und Telefonleitungen als essenzielle Infrastruktur (Foto: Andreas Busslinger, Kanton Zug)

Im Infrastrukturbereich schält sich mit Datenzentren ein Cluster heraus, der als Kapitalanlage für Eigen- wie auch für Fremdkapital an grosser Beliebtheit hinzugewann. Besonders zentral sind die entsprechenden Sicherheits- und Kühltechniken und der Zugang zu erneuerbaren Energiequellen. Geografisch betrachtet eignet sich insbesondere der kühlere Norden Europas als Standort für Datacenter.

Die Immobilienpreise in Europa sind gefallen, im gewerblichen Bereich stärker als bei den Wohnimmobilien. Die Schweiz steht wie eine Preisinsel in der Landschaft. Aber wenn Steve Schwarzman, Gründer von Blackstone, jüngst sagte, dass seine Firma eine Reihe von Kaufmöglichkeiten in Immobilien in ganz Europa im Auge habe, ist die Zeit gekommen, um genau hinzuhören.

Wenn die Firma Blackstone, die weltweit über knapp 10'000 Immobilien verfügt und die ihre Erkenntnisse aus einem enormen hausinternen Fundus an Markt- und Kunden-Informationen ableitet, sich derart ausdrückt, gilt dies ernst zu nehmen. Der global grösste Private Equity und Private Real Estate Anbieter mag derzeit Angebote mit Rechenzentren, Lagerhäusern und Studentenwohnungen. Damit ist er nicht alleine. Auch Partners Group baut im Private Real Estate Bereich das Geschäft in Europa aus. Ebenso der norwegische Staatsfonds, der sich im europäischen Immobiliengeschäft häufig mit Swiss Life zusammenschliesst. Auch Swiss Life expandiert, im Immobilien- wie auch im Infrastrukturbereich.

Auf den Kapitalmärkten spricht sich das rasch herum. Im Aktienin-

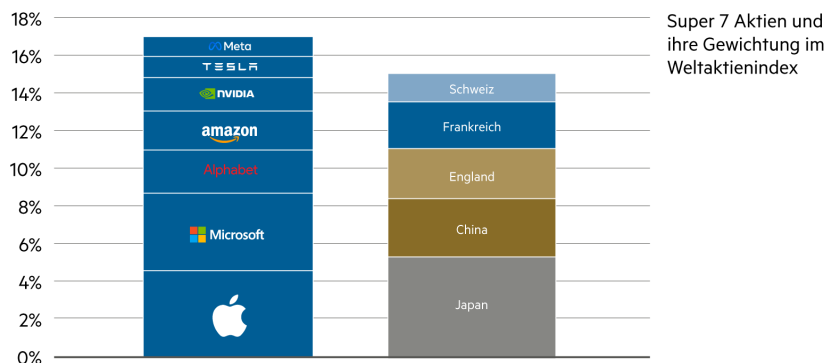
dex Stoxx Europe 600 war die Branche Real Estate mit +15% das renditestärkste Segment im November. Dabei bleiben alle Trendindikatoren aufwärtsgerichtet. Die zentrale Überlegung dahinter liegt in der Erfolgsrechnung und der Bilanz der Immobilienfirmen. Bei den Mieterträgen ist ein Aufwärtstrend zu verzeichnen. Ein Teil der Kosteninflation kann in höhere Mieten umgewälzt werden. In der Bilanz steht zudem vielfach eine verzinsliche Fremdkapitalposition im Umfang von 25% bis 40%, d. h. ein Bankkredit oder eine Anleihe ist mit Zinsen zu bedienen und bei der Fälligkeit zu tilgen respektive zu refinanzieren.

Weil die Zinsen bereits deutlich fielen und die Refinanzierung günstiger wurde, geniessen solide (Wohn-)Immobilienfirmen und Infrastrukturbetreiber in einer Zinssenkungsphase bei den Investoren über eine hohe Attraktivität. Viele institutionelle Anleger wie die SUVA engagieren sich im Infrastrukturbereich ausschliesslich auf den privaten Märkten, doch die Anlageklasse kann auch über börsennotierte Infrastrukturaktien erschlossen werden. Die Geschäftsmodelle börsennotierter Infrastrukturfirmen ermöglichen robuste, inflationsgeschützte Renditen und bieten gleichzeitig die tägliche Liquidität und Transparenz öffentlicher Märkte. Unter schwierigen Marktbedingungen erwiesen sich die Unternehmen als widerstandsfähig. Zu unseren Favoriten zählen der Flughafen Zürich (+32% Gesamtrendite seit Jahresbeginn), BKW (+23%), Vinci (+25%), Engie (+30%). Einzig RWE (-3%) blieb zurück. Doch deren Ziele und Absichten, die am Kapitalmarkttag jüngst kommuniziert wurden, stimmen uns positiv.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗→	↗	Die Festhypotheken im Bereich 3 bis 5 Jahre sind besonders attraktiv (und günstiger als Saron-Hypotheken), da hier die Swap-Sätze auf rund 1.3% fielen.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	→	Selektiv erachten wir gute Immobilienaktiengesellschaften im In- und Ausland mit einem transparenten Kundenportfolio für attraktiv bewertet.
Immobilienfonds CH	↗	↗	Nach Abwertungen sowie deutlich tieferen Agios dürften in den Jahren 2024/25 wieder tiefere Diskontsätze für Aufwertungen und höhere Agios sorgen.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die aussergewöhnliche Infrastruktur-Performance im November wurde vom Flughafen Zürich (+10%) vor RWE (+9%) angeführt. Vinci (+7%) legte auch stark zu.

Aktien

## 7 Super-Aktien dominieren den Weltaktienindex



Die Super-7 Aktien und ihre Gewichtung im Weltaktienindex (Quelle: Bloomberg Finance LP bezogen auf den MSCI ACWI per 30.11.2023 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Es sind lediglich sieben Aktien, welche 17% des weltweiten Aktienindex bestimmen. Ihre Gewichtung ist grösser als alle Aktien aus Japan, Grossbritannien, China und Frankreich sowie der Schweiz zusammen. Eine derartige Dominanz gab es bislang noch nie. Dabei handelt es sich bei den 7 Super-Aktien allesamt um technologiebezogene US-Aktien. Ihr dominantes Gewicht sorgt auch dafür, dass der Weltaktienindex von US-Aktien geprägt wird.

Die jüngste Entwicklung ist nicht überraschend. Die Technologieaktien prägten das Jahr 2023. Neue Geschäftsmodelle entstehen in exponentiellem Tempo, die Digitalisierung verändert die Art, wie Unternehmen an uralte Prozesse herangehen, und Künstliche Intelligenz (KI) wird sich rasant weiterentwickeln. Zunächst hat das für Auftrieb in jenen Unternehmen gesorgt, die hinsichtlich des KI-Einsatzes als führend gelten.

Wie beim Blick auf einen Eisberg bleibt der grösste Teil jedoch verborgen. Wir sind überzeugt davon, dass es da viel Potenzial gibt. Robotik, Automation und modernes Prozess- und Procurement-Engineering sind gefragte Themen. Da zählen Unternehmen wie Schneider Electric, Siemens, ThermoFisher Scientific, aber auch Kühne+Nagel sowie DHL zu den global herausragenden Lösungsanbietern. Und in der Abwicklung wird auf SAP zugegriffen.

Wir haben uns zum Ziel gesetzt, alle Möglichkeiten zu eruieren, um längerfristig von der generativen KI-Welle, die derzeit fast alles verändert, zu profitieren. Das ist eine Bewegung, die grössere Ausmasse annehmen wird als das Internet. Die Wachstumsraten sind vielversprechend, ebenso die Produktivitätsgewinne, die in

Aussicht stehen.

Zudem sind die Anleihsrenditen schon wieder deutlich zurückgekommen. Zumindest in der Schweiz sind die Aktien attraktiver als die Staatsanleihen. Die Dividendenrendite in unserem Zugerberg Finanz Portfolio liegt unverändert bei 4.0% in diesem Jahr und 4.3% im kommenden Jahr. Während die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen in der Schweiz auf 0.8% fielen, erzielt man alleine mit der Dividendenrendite 3.5% mehr. Wir bleiben überzeugt davon, dass Dividenden-Aktienstrategien längerfristig im Fokus der Anleger bleiben, insbesondere bei solchen Renditedifferenzen.

Zudem verfügen wir über «Dividenden-Aristokraten» mit verlässlich prognostizierbarer Barrendite. In unserem Portfolio befinden sich diverse Aktien, die ihre Dividendenzahlungen pro Aktie in jedem der letzten zehn Jahre stetig erhöht haben. Einige dieser Unternehmen haben sich auch im laufenden Jahr gut entwickelt und eine über den Erwartungen liegende Dividenden angekündigt. Steuerfreie Dividenden gibt es bei fünf der Unternehmen in unserem Portfolio. Sie sind in der Lage, steuerfreie Dividenden aus ausländischen Kapitalreserven auszuzahlen.

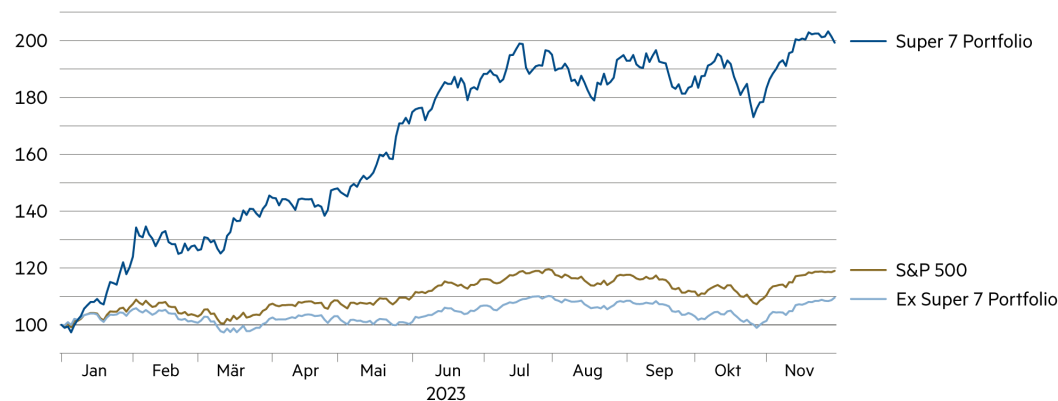
Besonders interessant ist nun die Kombination von Tech-Titeln, dividendenbezogener Selektion sowie einer sorgfältigen Auswahl von Gewinnern aus der KI-Bewegung. Wir bleiben zuversichtlich, dass die kommenden Jahre viele Möglichkeiten bieten, an der Entwicklung der Realwirtschaft durch eine disziplinierte Selektion von Aktien überproportional zu partizipieren.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Uns gefallen steigende Unternehmensgewinne, steigende Dividenden und moderate Bewertungen. Eine disziplinierte Selektion ist jedoch notwendig.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Es gibt selektiv aussergewöhnlich gute europäische Aktien zu einer günstigen Bewertung mit vielversprechenden Wachstums- und Cash Flow-Aussichten.
Aktien USA	↗→	↗	Die Aktienrendite im November lag beim breiten S&P 500 Index bei hohen +8.9%. Durch den USD-Zerfall resultierte für den Franken-Investor aber nur +4.8%.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Die Rendite des MSCI Emerging Markets lag im November bei +7.9% (in USD), jene des MSCI China nur gerade bei +2.3%. Chinas Wirtschaft schwächtelt.



Alternative Anlagen

## Konzentration bedarf Diversifikation



US Aktienindex mit und ohne Super-7 Aktien (seit 31. Dezember 2022) (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Wer sich im Bereich der kotierten Aktien bewegt, kommt nicht an den Super-7 Aktien aus der US-Technologiebranche vorbei. Es ist auch erstaunlich, dass der breite amerikanische «S&P 493» Index (S&P 500 minus 7) im bisherigen Jahresverlauf praktisch flach verlaufen ist. Das bedeutet, dass man in einem langfristig ausgerichteten Portfolio nach Diversifikation unter den Anlageklassen suchen muss. Private Equity drängt sich geradezu auf.

Der norwegische Staatsfonds, mit 1'000 Milliarden Franken der grösste Investor Europas, hat jüngst entschieden, in der strategischen Anlageallokation die Aktienquote zu reduzieren und die Private Equity Quote zu erhöhen. Auch die SUVA, der grösste institutionelle Investor in der Schweiz mit einem Anlagevolumen von über 60 Milliarden Franken, wird die Privatmarktanlagen erhöhen – in der Pensionskasse bis auf 15%.

Damit erreicht man eine bessere Diversifikation. Die Unternehmen, die nicht an der Börse sind, sind typischerweise mittelgrosse Unternehmen, die stark wachsen. In der Regel wachsen sie deutlich stärker als die kotierten Aktien. Alle Super-7 Aktien waren im Privatmarktumfeld gross geworden. Manche SMI-Titel haben das ebenfalls erlebt (z. B. Geberit, Sonova, Logitech). Viele gelangen aber nicht mehr an die Börse, weil sie sich abseits der Analystenkonferenzen mehr um die Kunden kümmern und besser entwickeln können.

Im November hat beispielsweise Partners Group in der Zentralschweiz die Firma «Rosen Group» erworben. Der Gründer Hermann

Rosen hat die wachstumsstarke, innovative Technologiefirma in Stans gegründet. Vor rund 40 Jahren waren es dann bereits zehn Mitarbeiter. Heute verfügt sie über mehr als 4'000 Mitarbeitende. Herr Rosen ist als Minderheitsaktionär beteiligt und bleibt auch nach der Übernahme durch Partners Group im Verwaltungsrat. Beruflich kann er sich wieder zunehmend neuen Technologien widmen, u. a. im Bereich von Offshore-Windkraftanlagen und Unterwasser-Inspektionen. Das Management der Gruppe, die mittlerweile rund 750 Millionen Dollar Umsatz und dabei einen Gewinn von rund 200 Millionen Dollar erzielt, überträgt der inzwischen 77-jährige Unternehmensgründer dem neuen Aktionär, der «die einzigartige Erfolgsgeschichte von Rosen langfristig fortzuschreiben» gedenkt. In der Familie fand sich dem Vernehmen nach niemand, der seine Rolle hätte übernehmen können.

An solchen Unternehmen kann man an der Börse nicht partizipieren. Weltweit sind nur die wenigsten Firmen in dieser Grössenordnung an den Aktienmärkten kotiert. Die meisten werden privat gehalten und gehandelt. Mit dem «Partners Fund» sind wir an solchen Unternehmen und deren Entwicklung beteiligt. Aber das können wir nur in wirklich langfristigen Anlageformaten tun. Wer einen Anlagehorizont von weniger als zehn Jahren aufweist, dem ermöglichen wir den Zugang zu liquideren Gefässen respektive zum Fonds von kotierten Private Equity Gefässen («LPActive Value»). Diese haben langfristig auch ihren Nutzen, weisen aber kurzfristig eine deutlich höhere Volatilität aus.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Der globale Rohstoffindex ist rund 10% tiefer als zu Jahresbeginn (in USD), d. h. für die Eurozone und den CHF-Raum sanken die Rohstoffnotierungen noch stärker.
Gold, Edelmetalle	↗→	↗→	Mit zuletzt 1'782 CHF/Unze lag der Goldpreis zwar 5.6% höher als zu Jahresbeginn. De facto bewegt sich der Preis mit grossen Schwankungen seitwärts.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Wir sind von dieser Nische angetan, auch im Bereich von nachrangigen Versicherungsanleihen ergibt sich eine aussergewöhnlich hohe Attraktivität.
Private Equity	↗	↗	Die «Listed Private Equity» Lösung in unserem Portfolio legte seit Jahresbeginn 19% zu. Das dürfte bis Ende 2024 dank einem revitalisierten IPO-Markt anhalten.

## Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)					
		30.11.2023	11/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
<b>Aktien</b>							
SMI	CHF	10'854.3	+4.5%	+1.2%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'236.4	+4.6%	+3.7%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	16'215.4	+8.4%	+12.4%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'310.8	+5.2%	+9.0%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	29'737.4	+6.2%	+21.0%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'453.8	+1.7%	-1.0%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'382.5	+6.9%	+11.5%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	35'950.9	+4.6%	+2.9%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'567.8	+4.8%	+12.9%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	14'226.2	+6.5%	+29.0%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	33'486.9	+6.7%	+7.7%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	66'988.4	+0.7%	+3.6%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	3'023.6	+5.0%	+10.3%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	987.1	+3.7%	-2.0%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
<b>Obligationen (gemischt)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	151.6	+2.6%	-0.3%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.4	+4.2%	+0.9%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	328.4	+4.2%	+5.1%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	256.2	+4.5%	+0.8%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
<b>Staatsobligationen</b>							
SBI Dom Gov	CHF	175.6	+3.9%	+10.0%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	137.7	+3.0%	-3.3%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	175.7	+2.8%	+1.4%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
<b>Unternehmensobligationen</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	180.1	+1.2%	+4.7%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.5	+5.4%	-0.3%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	567.8	+4.0%	+5.0%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	160.6	+2.1%	+3.3%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	279.7	+2.6%	+6.9%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
<b>Alternative Anlagen</b>							
Gold Spot CHF/kg	CHF	57'299.7	-1.3%	+3.5%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	101.8	-6.4%	-14.4%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'211.7	+4.4%	-0.4%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
<b>Währungen</b>							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8752	-3.9%	-5.3%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9529	-1.0%	-3.7%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5863	-2.3%	-16.9%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1048	-0.2%	-1.2%	-9.3%	+1.9%	-5.7%

Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden, allgemein zugänglichen Quellen. Für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation richtet sich ausschliesslich an Kunden/Interessenten aus der Schweiz und die rechtlichen Hinweise im Impressum auf [www.zugerberg-finanz.ch](http://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](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch); Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 30.11.2023; Wirtschaftsdaten per 30.11.2023; Wirtschaftsprognosen vom 30.11.2023; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.